

ANTÔNIO CARLOS VENÂNCIO JÚNIOR

**CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL: LEVANTAMENTO PRELIMINAR DAS
ORIGENS, IMPACTOS E PROVIDÊNCIAS TOMADAS PELOS GOVERNOS NO
MUNDO E NO BRASIL**

Monografia apresentada ao Programa do Curso de
Pós-Graduação do Departamento de
Contabilidade do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas da Universidade de Federal do Paraná
como requisito para obtenção do título de
especialista em Controladoria.

Prof. Orientador: Ana Paula Mussi Szabo
Cherobim.

CURITIBA

2009

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	IV
LISTA DE SIGLAS	V
RESUMO.....	VI
1 INTRODUÇÃO.....	7
1.1 PROBLEMA	8
1.2 OBJETIVOS	9
1.2.1. Objetivo Geral.....	9
1.2.2. Objetivos Específicos	9
1.3 JUSTIFICATIVA.....	9
2 METODOLOGIA	11
3 DESENVOLVIMENTO.....	12
3.1 O INÍCIO	12
3.1.1. Queda da Taxa de Juros nos Estados Unidos	12
3.1.2. Aumento do Preço das Residências nos Estados Unidos	14
3.1.3. Índice de Volume de Emissão de Hipotecas nos Estados Unidos	15
3.1.4. Disponibilidade de Crédito.....	15
3.1.5. Sistema Hipotecário dos Estados Unidos.....	17
3.1.6. Securitização de Hipotecas	18
3.1.7. Securitização com Utilização de Novos Produtos Financeiros	20
3.1.8. Acumulação do Estoque de Casas à Venda	20
3.1.9. Diminuição do Preço das Residências nos Estados Unidos	21
3.1.10. Elevação da Taxa de Juros nos Estados Unidos	22
3.1.11. Aumento da Inadimplência <i>Subprime</i> nos Estados Unidos.....	22
3.1.12. Sobra de Dinheiro no Mundo	23
3.2 EVOLUÇÃO	24
3.2.1. Crise de Confiança	24
3.2.2. Efeito no Crédito	26
3.2.3. Efeito Negativo nos Balanços dos Bancos	27
3.2.4. Perdas Acumuladas do Sistema Bancário Global.....	28
3.2.5. Índice de Condições Financeiras	31

3.3 EFEITOS.....	33
3.3.1. Efeitos Financeiros	33
3.3.1.1. Efeito no financiamento de curto prazo	33
3.3.1.2. Diminuição da confiança das pessoas.....	35
3.3.2. Efeitos Econômicos	36
3.3.2.1. Retração do consumo.....	36
3.4 REAÇÃO.....	38
3.4.1. Capitalização Estatal do Sistema Financeiro	38
3.4.2. Redução dos Juros.....	39
3.4.3. Estímulos Fiscais e Monetários.....	41
3.5 BRASIL	43
3.5.1. Efeitos	43
3.5.1.1. Curto prazo	43
3.5.1.2. Médio prazo.....	46
3.5.1.3. Longo prazo.....	47
3.5.2. Reação	50
3.5.2.1. Redução da taxa de juros	52
3.5.3. Expectativas.....	54
3.5.3.1. Crescimento da economia	54
3.5.3.2. Inflação	54
3.5.3.3. Juros	56
3.5.3.4. Taxa de câmbio	57
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	58
REFERÊNCIAS.....	61

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICO 1 – AGREGADO MONETÁRIO M2 NOS EUA.....	12
GRÁFICO 2 – TAXA DE JUROS NOS ESTADOS UNIDOS.....	13
GRÁFICO 3 – ÍNDICE DE PREÇO DAS RESIDÊNCIAS NOS EUA.....	14
GRÁFICO 4 – TAXA DE POUPANÇA PESSOAL NOS ESTADOS UNIDOS.....	17
GRÁFICO 5 – DÍVIDA FAMILIAR X RENDIMENTO PESSOAL NOS EUA.....	18
GRÁFICO 6 – DÉFICIT DE CONTAS CORRENTES X % PIB NOS EUA.....	23
GRÁFICO 7 – TAXA DE <i>SPREAD</i> LIBOR-OIS DE TRÊS MESES.....	25
GRÁFICO 8 – INSTITUIÇÕES QUE PRETENDEM EMPRESTAR PARA CONSUMIDORES NOS EUA.....	26
GRÁFICO 9 – TAXA DE <i>SPREAD</i> TED DE TRÊS MESES.....	31
GRÁFICO 10 – ÍNDICE DE CONDIÇÕES FINANCEIRAS NOS EUA.....	32
GRÁFICO 11 – EMISSÃO DE COMMERCIAL PAPERS NOS EUA.....	34
GRÁFICO 12 – ÍNDICE DE CONFIANÇA DO CONSUMIDOR NOS EUA.....	36
GRÁFICO 13 – VENDAS NO VAREJO NOS ESTADOS UNIDOS.....	37
GRÁFICO 14 – TAXA DE DESEMPREGO NOS ESTADOS UNIDOS.....	38
GRÁFICO 15 – ÍNDICE BOVESPA.....	44
GRÁFICO 16 – TAXA DE CÂMBIO R\$/US\$.....	45
GRÁFICO 17 – ICC NO BRASIL.....	47
GRÁFICO 18 – ICI NO BRASIL.....	48
GRÁFICO 19 – EVOLUÇÃO DO PIB BRASILEIRO.....	49
GRÁFICO 20 – TAXA SELIC NOVAMENTE A UM DÍGITO.....	53
GRÁFICO 21 – TAXA DE DESEMPREGO NO BRASIL.....	55
GRÁFICO 22 – VENDAS NO VAREJO BRASILEIRO.....	56
GRÁFICO 23 – EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC.....	57

LISTA DE SIGLAS

ABS	– Asset-Backed Securities
ARM	– Adjustable-Rate Mortgage
BC	– Banco Central
BEA	– Bureau of Economic Analysis
BNDES	– Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CDO	– Collateralized Debt Obligation
CEO	– Chief Executive Officer
CNI	– Confederação Nacional da Indústria
ECB	– European Central Bank
EUA	– Estados Unidos da América
FAT	– Fundo de Amparo ao Trabalhador
FDIC	– Federal Deposit Insurance Corporation
FHLMC	– Federal Home Loan Mortgage Corporation
FMI	– Fundo Monetário Internacional
FNMA	– Federal National Mortgage Association
FOMC	– Federal Open Market Committee
HSBC	– Hongkong and Shanghai Banking Corporation
IBGE	– Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICC	– Índice de Confiança do Consumidor
ICI	– Índice de Confiança Industrial
IOF	– Imposto sobre Operações Financeiras
IPCA	– Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPI	– Imposto sobre Produtos Industrializados
IR	– Imposto de Renda
IRPF	– Imposto de Renda da Pessoa Física
LIBOR	– London Interbank Offered Rate
MBA	– Mortgage Bankers Association
MBS	– Mortgage-Backed Security
OIS	– Overnight Index Swap
OTD	– Originate-to-Distribute
PBS	– Public Broadcasting Service
PIB	– Produto Interno Bruto
TARP	– Troubled Asset Relief Program
TED	– Treasuries Over Eurodollars
TNS	– Taylor Nelson Sofres
VCP	– Votorantim Celulose e Papel

RESUMO

VENÂNCIO JR., A. C. **Crise Financeira Internacional: levantamento preliminar das origens, impactos e providências tomadas pelos governos no mundo e no Brasil.** 74 p. Monografia (Especialização em Controladoria) – Universidade Federal do Paraná – UFPR, Curitiba, 2009.

O presente trabalho investiga as causas, os impactos e as providências tomadas pelos governos no âmbito da crise financeira internacional vivenciada a partir de 2008. O texto verifica a importância da correlação entre os efeitos colaterais do *subprime* norte-americano, somada à alta disponibilidade de crédito a juros baixos. Expõe também de que maneira e com qual intensidade a crise atingiu o Brasil e como empresas e Estado atuaram frente à situação. Para tanto, realizou-se pesquisa exploratória em material bibliográfico e jornalístico publicado na época.

Palavras-chave: Crise Financeira, Crise *Subprime*, Crise de Liquidez, Crise de Crédito, Crise de Confiança, Crise Mundial, Mercado de Crédito, Mercado Hipotecário, Mercado Financeiro, Mercado de Capitais, Mercado de Securitização, Mercado Monetário. Mercado de Ações, Mercado de Derivativos, Mercado de Títulos.

1 INTRODUÇÃO

A atual crise econômica global que se vivencia em 2009 teve início com o aumento de liquidez visualizado no final dos anos noventa, associado a uma elevação do preço dos ativos imobiliários. Os imóveis e papéis ligados ao seu financiamento são um importante indicador dos movimentos da economia como um todo.

Um dos primeiros sinais de aproximação da crise foi a acentuada elevação do preço das moradias nos Estados Unidos, fato que surgiu em meados de 2007. Os modelos de previsão não estavam preparados para a superestimação dos preços, o que os levou a subirem ainda mais.

Apesar de previstos, os impactos desse movimento de elevação desenfreada dos preços sobre a economia e sobre os mercados financeiros seriam mais difíceis de estimar. Os demais setores da economia são largamente afetados pela queda dos investimentos fixos em habitação.

Nesse período, a expressão *subprime* tornou-se cada vez mais freqüente nos noticiários. Ela designa a categoria mais baixa das três principais classificações de crédito utilizadas – inclusive pelas agências de *rating* – para os financiamentos imobiliários no mercado de hipotecas. O mercado *subprime*:

[...] is characterized by loans with high default rates and dominance by specialized subprime lenders. Indeed, for research and other purposes subprime loans are generally defined by the characteristics of the lender (a specialized subprime lender) rather than the loan (CUTTS; VAN ORDER, 2004, p. 4).

Os clientes *subprime* também eram conhecidos como "ninjas" (do acrônimo em inglês *no income, no job, no assets*: sem renda, sem emprego e sem patrimônio). Ninja “[...] *is the sardonic way people in the business describe poorly documented loans that were blithely made to high-risk borrowers*” (ROSENTHAL, 2008, p. 1).

A partir do recebimento de crédito, mutuários com um histórico ruim compraram imóveis próprios, financiaram outros gastos e liquidaram empréstimos com juros mais altos. Os *subprimes* conseguiam refinanceir suas hipotecas depois de certo período, liquidando o saldo devedor com recursos do novo empréstimo, sempre se baseando no maior valor de avaliação de seus imóveis.

Entretanto, pelos sucessivos refinanciamentos, os mutuários se viram impedidos de formar uma provisão para o caso de queda dos preços dos imóveis. A partir desse momento, criava-se um ciclo que poderia vigorar em um cenário de baixo prêmio de risco e baixa inadimplência.

Esse ciclo inicia-se com a securitização. Ela estimulou a concessão de empréstimos imobiliários pelos bancos, que, por sua vez, adicionavam vários créditos a um único título financeiro a ser negociado nos mercados. Parte do risco de crédito do banco era repassada para outros bancos e investidores por meio dessas operações. Finalmente, como o risco desses créditos era removido de seu balanço, os bancos podiam conceder mais empréstimos imobiliários com base em seu capital.

A partir de 2007, com o declínio do preço dos imóveis, as taxas de juros começaram a crescer e o lucro nas operações de refinanciamento deixou de existir. Soma-se a isto o fato de que a maior parte dos contratos *subprime* possuía taxas de juros reajustáveis. O aumento da inadimplência começou a tomar proporções preocupantes.

Em resumo, um comportamento cada vez mais arriscado do tomador e do prestador foi alavancado por um longo período de crescimento acelerado, com inflação moderada e juros baixos. Existem dois pontos fundamentais que desencadearam este círculo vicioso: (1) ter sido dado crédito a quem não teria condições de pagar e (2) essas dívidas terem sido largamente comercializadas em mercados secundários.

Títulos podres “recheiam” as carteiras de muitos bancos de investimento, o que evidencia o pouco controle e supervisão sobre a atuação das instituições financeiras norte-americanas.

1.1 PROBLEMA

O problema de pesquisa surge a partir dos fatos destacados na introdução: quais foram as origens, quais os primeiros impactos e quais providências vêm sendo tomadas pelos governos em face da crise financeira mundial?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1. Objetivo Geral

O objetivo deste trabalho é investigar os elementos da recente crise financeira internacional.

1.2.2. Objetivos Específicos

O objetivo geral pode ser dividido nos seguintes objetivos específicos:

- a) identificar as origens da crise financeira internacional;
- b) relacionar os impactos da crise no curto, médio e longo prazo, no mundo e no Brasil;
- c) identificar as providências tomadas para minorar os efeitos da crise, no mundo e no Brasil.

1.3 JUSTIFICATIVA

Os efeitos colaterais da crise do *subprime* se alastraram por outros segmentos do mercado financeiro e do setor produtivo. A economia real é afetada na forma de redução da renda, das despesas de empresas e de famílias e do enxugamento do crédito.

Nenhum país do mundo estava protegido contra uma quebra ainda mais generalizada de instituições financeiras. Os custos econômicos e sociais envolvidos

foram muito maiores. Existe uma eminente necessidade de aprimorar a regulação, a supervisão e os controles sobre os sistemas financeiros mundo a fora.

Perceberam-se sinais claros de transmissão dessa crise no Brasil, principalmente quanto à escassez de crédito. Empresas que antes possuíam fácil acesso a financiamento externo e a taxas de juros inferiores às praticadas no mercado doméstico precisaram, cada vez mais, encontrar novas formas de rolar suas dívidas.

Os bancos nacionais se vêem obrigados a recorrer a recursos externos para atender às demandas locais, o que diminui a acessibilidade ao crédito e, por consequência, eleva as taxas de juros praticadas

Outro efeito claro é a desaceleração da economia global, o que afeta as exportações brasileiras em volume e em preço. Investidores estrangeiros temerosos acabam por promover saídas de recursos dos mercados emergentes – incluindo-se o Brasil – à procura de investimentos mais conservadores.

A economia brasileira, talvez, esteja em um de seus momentos mais estáveis e sólidos. Entretanto, dadas as proporções dessa crise, o Brasil está sendo afetado pelos seus desdobramentos, mesmo tendo um sistema de pagamentos considerado como um dos mais avançados do mundo.

2 METODOLOGIA

Para alcançar os objetivos específicos desse trabalho foi feita uma pesquisa exploratória em torno de referências bibliográficas que evidenciam os fatores relevantes, os principais impactos e as providências tomadas pelos governos para minorar a crise financeira internacional. Gil (2002) expõe que esse tipo de pesquisa tem por objetivo familiarizar o pesquisador com o problema para constituir hipóteses ou torná-lo mais explícito.

Rudio (1999, p. 71) afirma que a "[...] pesquisa descritiva está interessada em descobrir e observar fenômenos, procurando descrevê-los, classificá-los e interpretá-los". Foi realizada também uma pesquisa documental descritiva, principalmente em periódicos veiculados nos Estados Unidos, entre os anos de 1998 e 2009.

Finalmente, para atingir o objetivo geral de investigar os elementos da recente crise financeira internacional, realizou-se uma pesquisa explicativa, a partir da consolidação de todos os dados e inferências anteriormente levantadas.

Para Vergara (2000, p. 47), a pesquisa explicativa "[...] tem como principal objetivo tornar algo inteligível, justificar-lhe os motivos. Visa, portanto, esclarecer quais fatores contribuem, de alguma forma, para a ocorrência de determinado fenômeno".

Diante do relativo grau de inespecificidade e subjetividade dos objetivos listados anteriormente, o trabalho utilizou uma abordagem qualitativa dos dados levantados. Sabe-se que

[...] a pesquisa qualitativa não procura enumerar e/ou medir os eventos estudados, nem emprega instrumental estatístico na análise dos dados. Parte de questões ou focos de interesses amplos, que vão se definindo à medida que o estudo se desenvolve (GODOY, 1995, p. 58).

3 DESENVOLVIMENTO

3.1 O INÍCIO

3.1.1. Queda da Taxa de Juros nos Estados Unidos

A "Bolha da Internet" caracterizou-se como uma bolha especulativa evidenciada entre 1995 e 2001, durante a qual mercados de capitais de países ocidentais viram seu valor aumentar rapidamente a partir do crescimento do novo setor de Internet e áreas correlatas.

Este período foi marcado pela fundação (e, em muitos casos, falência) de um grupo de novas empresas baseadas em Internet comumente referidas como "pontocom". Little e Rhodes (2004) expõem que as perdas nas carteiras destas empresas acumularam um rombo de mais de um trilhão de dólares.

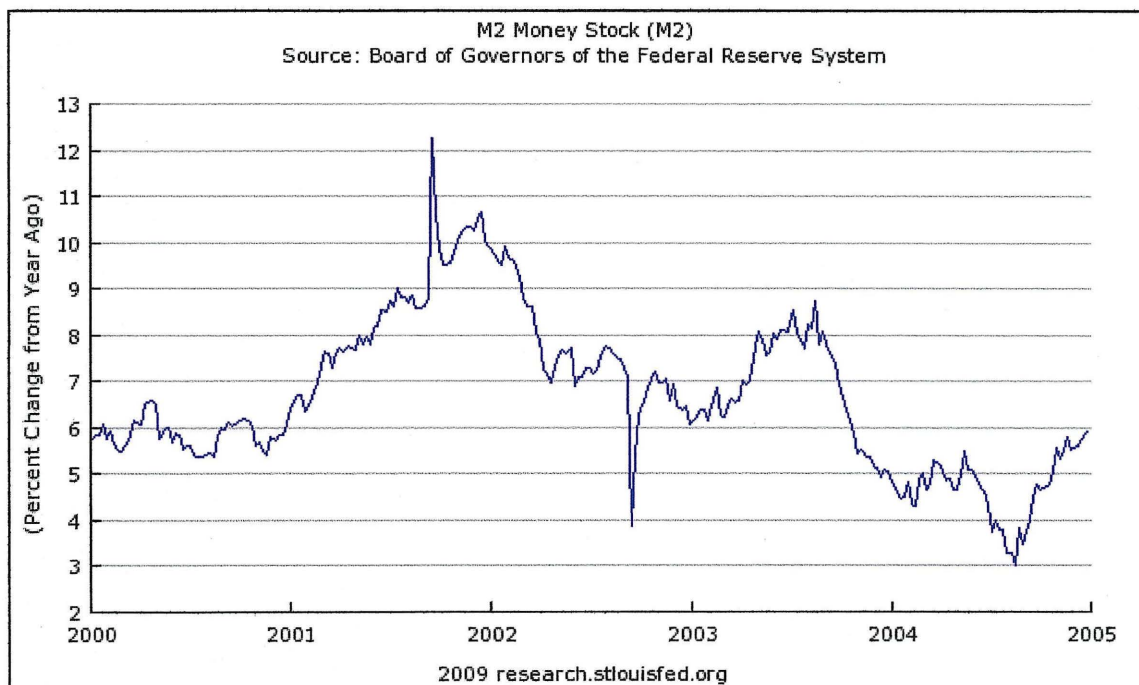


Gráfico 1 – Agregado Monetário M2 nos EUA.
Fonte: Federal Reserve, 2009.

Reagindo a esta bolha, a partir de 2001, o *Federal Reserve*¹ – sob o comando de Alan Greenspan – iniciou uma agressiva expansão da oferta de crédito nos EUA. Após sucessivos crescimentos, o agregado monetário M2 – composto por papel moeda em poder do público, depósitos à vista, depósitos a prazo e títulos públicos – brevemente superou os 10%, iniciando o segundo semestre de 2003 acima dos 8% (Gráfico 1).

A expansão foi acompanhada pelas repetidas reduções na taxa de juros norte-americana, que iniciou 2001 em 6,25%, terminando o ano em 1,75%. As taxas foram reduzidas novamente em 2002 e 2003, culminando com uma taxa recorde de baixa de 1% – em meados de 2003 – e permanecendo neste patamar por um ano (Gráfico 2).

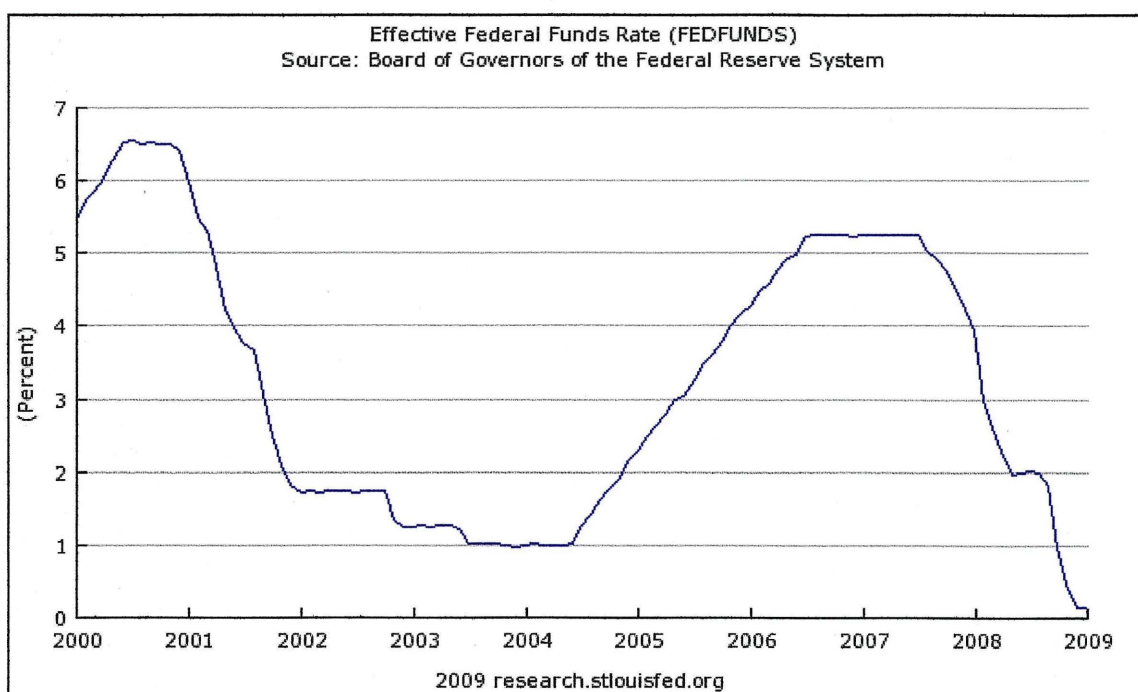


Gráfico 2 – Taxa de juros nos Estados Unidos.
Fonte: *Federal Reserve*, 2009.

White (2009) destaca que, neste período, a taxa de juros real foi negativa, o que significa que taxas nominais foram inferiores à taxa de inflação, por um inédito período de dois anos e meio. Durante esse período, um mutuário que simplesmente

¹ O *Federal Reserve System*, também conhecido com *Federal Reserve* (ou informalmente como *Fed*), é o banco central dos Estados Unidos.

comprasse e permanecesse com um terreno desocupado, cujo preço (líquido de impostos) apenas acompanhou a inflação, obteve um lucro na mesma proporção do que ele tomou emprestado.

3.1.2. Aumento do Preço das Residências nos Estados Unidos

Segundo o próprio Greenspan (2007), esta política de taxa básica de juros baixa em resposta à "Bolha da Internet" – e especialmente a taxa de 1% estabelecida em meados de 2003 para conter uma potencial deflação – causaram uma redução das taxas de juros para hipotecas de taxa ajustável (ARM, na sigla em inglês) e podem ter contribuído para o crescimento do preço das residências nos Estados Unidos.

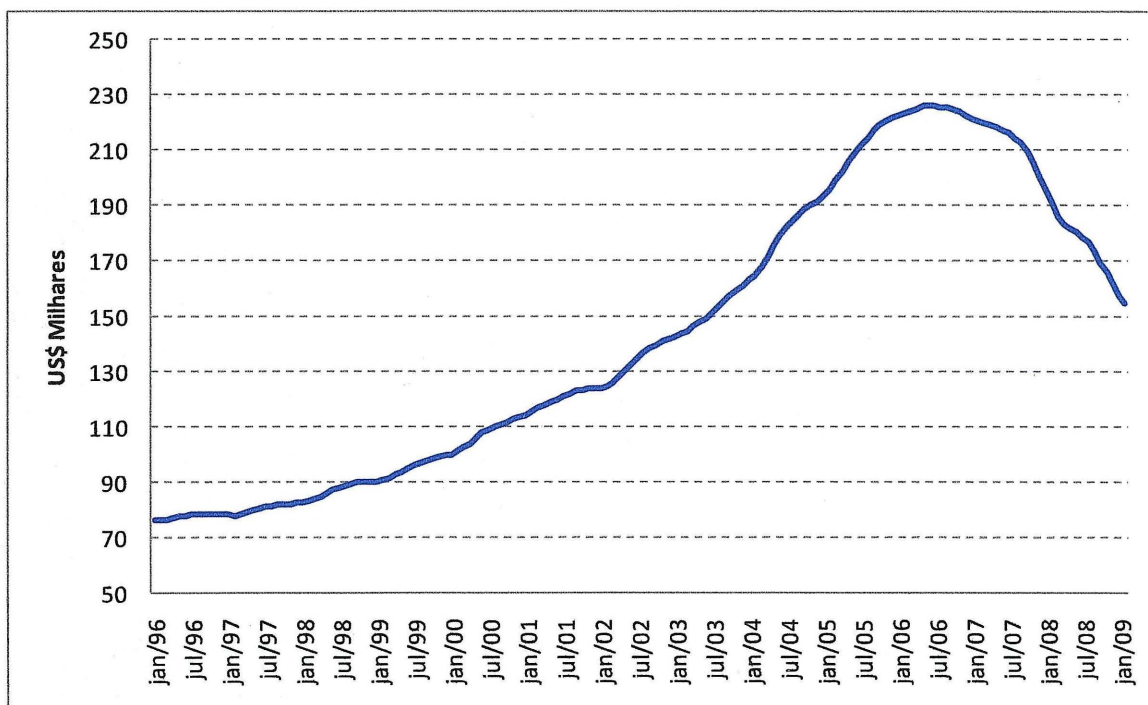


Gráfico 3 – Índice de preço das residências nos EUA.

Fonte: elaboração do autor, a partir de dados do S&P Case-Shiller, 2009.

Taxas de juros baixas e grandes fluxos de fundos estrangeiros criaram condições de crédito fácil durante alguns anos antes da crise, alimentando o "boom"

no mercado habitacional e incentivando o consumo financiado por dívidas (THE NEW YORK TIMES, 2008).

Os empréstimos *subprime* foram um importante impulsionador para o aumento da demanda por habitação, que impulsionou os preços para cima. Entre 1997 e 2006, o preço de uma residência típica norte-americana aumentou em 124% (THE ECONOMIST, 2007), beirando os US\$ 230 mil (Gráfico 3).

3.1.3. Índice de Volume de Emissão de Hipotecas nos Estados Unidos

Durante as duas décadas que terminam em 2001, o preço médio nacional de uma residência nos Estados Unidos variou entre 2,9 e 3,1 vezes a média da renda familiar. Esta proporção cresceu para 4,0 em 2004 e para 4,6 em 2006 (STEVERMAN; BOGOSLAW, 2008).

Esta "bolha de habitação" fez com que muitos proprietários refinanciassem suas residências a taxas de juros menores ou financiassem o consumo familiar após tomar uma segunda hipoteca garantida pelo preço de apreciação. No final de 2007, 107% do rendimento pessoal anual disponível estava alavancado por dívidas familiares nos Estados Unidos contra 77% em 1990 (THE ECONOMIST, 2008).

3.1.4. Disponibilidade de Crédito

A forma por meio da qual os norte-americanos obtêm empréstimos para comprar casas mudou radicalmente desde os anos 80 (LEA, 1996). Aqueles que desejavam comprar uma casa iriam, normalmente, procurar fontes locais de poupança e empréstimo; além disso, consultariam um oficial de empréstimo que avaliaria a situação. Dependendo dos rendimentos, do patrimônio e dos laços do solicitante com a comunidade, o oficial poderia ou não aprovar o empréstimo. Normalmente, apenas aqueles com um perfil saudável – ou *prime* – eram aprovados.

Essas pessoas tinham um trabalho estável, um bom histórico de pagamento e nenhum problema com o seu crédito (VAN ORDER, 2000).

As *thrifts* – instituições financeiras especializadas em aceitar depósitos de poupança e fazer empréstimos hipotecários – dominaram tanto o mercado de entidades financiadoras quanto (verticalmente) o mercado hipotecário residencial. Elas criaram inovações tecnológicas, financeiras e legais para permitir que companhias financeiras globais oferecessem uma ampla gama de produtos hipotecários a um amplo leque de potenciais mutuários residenciais. Como resultado dessas inovações, ocorreu uma subdivisão da indústria de empréstimos hipotecários (CUTTS; VAN ORDER, 2004)

Cutts e Van Order (2004) acrescentam que o *subprime* representava uma fatia significativa e crescente dessa atividade, alcançando quase 20% de todos os empréstimos originados em 2004. Esse tipo de empréstimo é uma extensão do crédito voltada para aqueles com baixos rendimentos, com menor riqueza, e com perfis de crédito mais arriscados que os tradicionais mutuários *prime*.

Tal mudança, somada ao afastamento das *thrifts* da direção de firmas especializadas, trouxe consequências negativas para a indústria hipotecária. Entre elas, verificam-se os abusos na porção *subprime* do mercado secundário (CUTTS; VAN ORDER, 2004).

O valor das hipotecas *subprime* nos Estados Unidos era estimado em 1,3 trilhões de dólares em março de 2007 (ASSOCIATED PRESS, 2007), com mais de 7,5 trilhões de hipotecas *subprime* de primeira garantia pendentes (BERNANKE, 2007). Entre 2004 e 2006, a participação de hipotecas *subprime* relativa ao total de origens variou entre 18% e 21%, ante 10% entre 2001 e 2003 e durante 2007 (MBA, 2007).

3.1.5. Sistema Hipotecário dos Estados Unidos

Enquanto os preços das residências aumentavam, os consumidores poupavam menos (Gráfico 4), tomando dinheiro emprestado e gastando mais. Em uma cultura consumista:

[...] The morality of thrift, it seemed, was hopelessly misplaced in an economy based on immediate gratification. "Buy now, pay later" sounded like a more appropriate axiom. Who could object to a little everyday extravagance when it helped to sustain unprecedented prosperity, an outpouring of goods? (LASCH, 2009, p. 1)

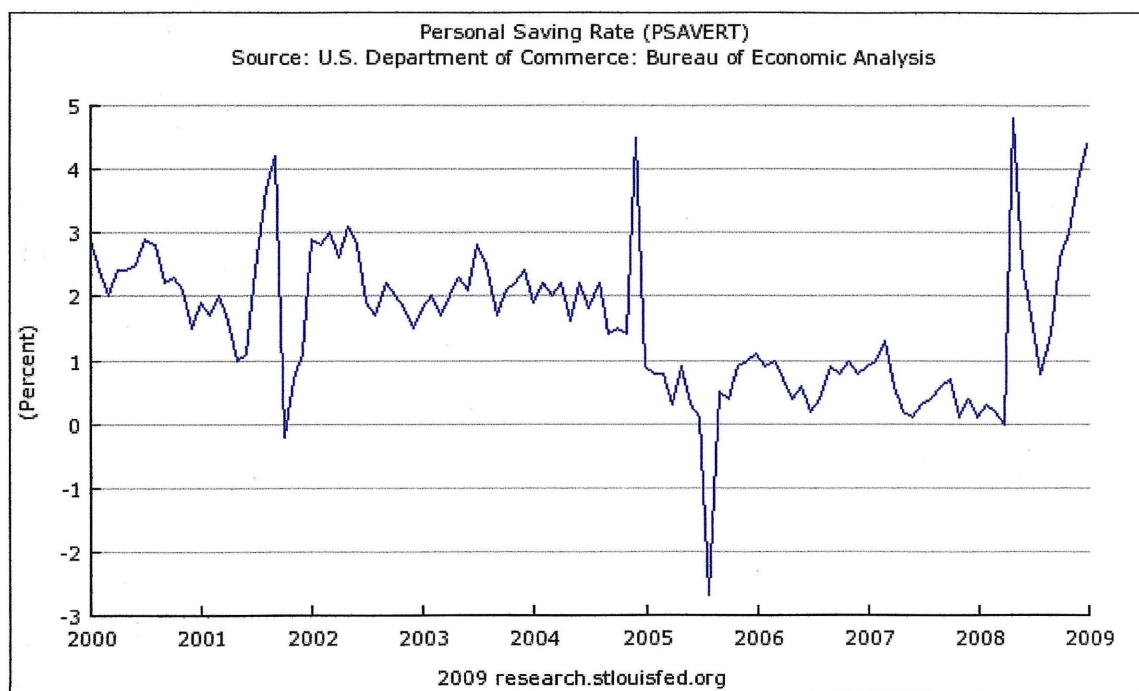


Gráfico 4 – Taxa de poupança pessoal nos Estados Unidos.
Fonte: BEA, 2009.

A dívida familiar cresceu de 705 bilhões de dólares ao final de 1974 – 60% do rendimento pessoal disponível – para 7,4 trilhões de dólares no final de 2000, e, finalmente, para 14,5 trilhões de dólares no segundo semestre de 2008, ou seja, 134% do rendimento pessoal disponível (Gráfico 5).

Em 2008, o agregado familiar típico de uma residência norte-americana possuía 13 cartões de crédito, com 40% delas efetuando o pagamento mínimo (postergando o pagamento para o mês seguinte), ante 6% em 1970 (ZAKARIA, 2008).

O dinheiro utilizado pelos consumidores oriundo do lucro gerado pela valorização de suas residências dobrou de 627 bilhões de dólares em 2001 para 1,42 trilhões de dólares em 2005, quando a bolha imobiliária se instalou, num total de quase 5 trilhões de dólares no período (REUTERS, 2007).

A dívida hipotecária nos Estados Unidos relativa ao PIB aumentou de uma média de 46% durante os anos 90 para 73% durante 2008, atingindo 10,5 trilhões de dólares (BARR, 2009).

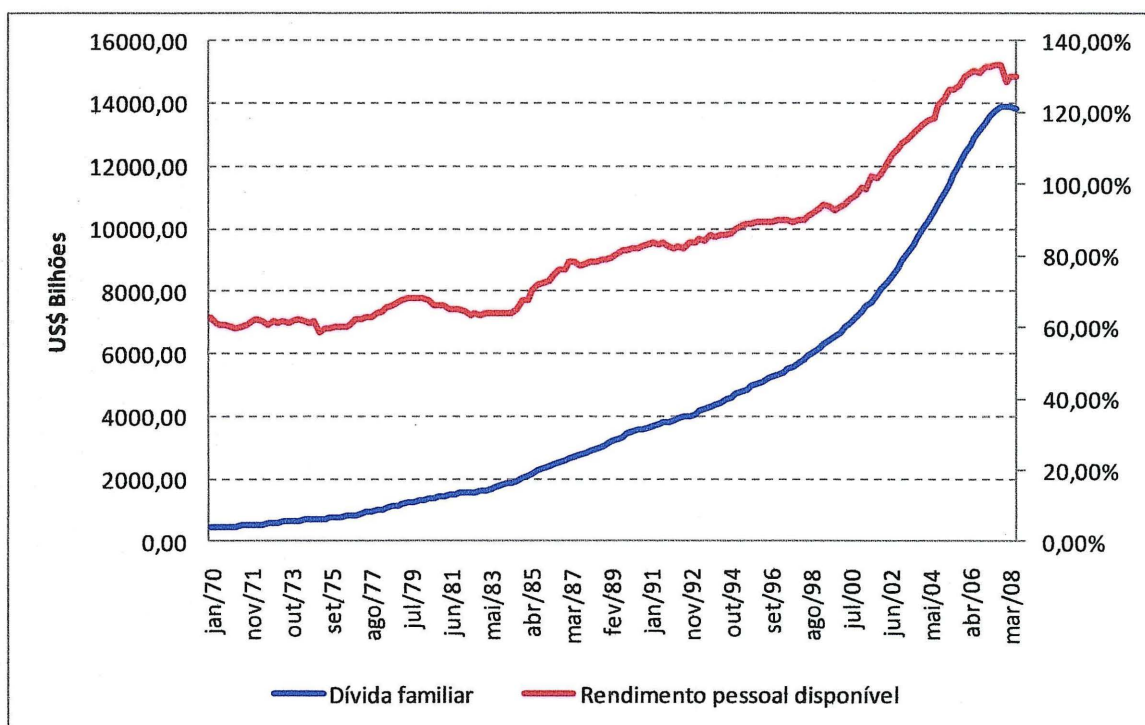


Gráfico 5 – Dívida familiar x rendimento pessoal nos EUA.
Fonte: elaboração do autor, a partir de dados do BEA, 2009.

3.1.6. Securitização de Hipotecas

O modelo tradicional de hipotecas era constituído por um banco originando um empréstimo para o tomador/mutuário e retendo o risco de crédito (*default*). Com o advento da securitização, o modelo tradicional deu lugar ao modelo "originar para distribuir" (OTD, na sigla em inglês), em que os bancos essencialmente vendem e

distribuem créditos hipotecários de risco de crédito para os investidores por meio de títulos lastreados por hipotecas.

A securitização significava que os emissores de hipotecas já não eram mais obrigados a aguardar seu vencimento. Ao vender as hipotecas para os investidores, os bancos reabasteciam seus fundos, permitindo-lhes a emissão de mais empréstimos e gerando honorários de transação.

Lewis (2007) e Purnanandam (2009) indicam que isto pode ter criado um “perigo moral” e aumentado o foco na transformação das operações hipotecárias, ao invés de assegurar a qualidade de seu crédito.

A securitização acelerou em meados dos anos noventa. O montante total dos títulos lastreados por hipotecas emitidas quase triplicou entre 1996 e 2007, para 7,8 trilhões de dólares. As cotas securitizadas de hipotecas *subprime* – por exemplo, aquelas repassadas a terceiros – aumentaram de 54% em 2001 para 75% em 2006 (DEMYANYK; VAN HEMERT, 2008).

Segundo Gelinas (2009), proprietários de residências norte-americanos, consumidores e corporações deviam em torno de 25 trilhões de dólares durante 2008. Bancos americanos retiveram cerca de oito trilhões deste total diretamente como empréstimo hipotecário tradicional. Credores e outros financiadores tradicionais outros sete trilhões. Os 10 trilhões restantes originaram-se de mercados de securitização. Tais mercados começaram a fechar em meados de 2007 e quase faliram em 2008. Mais de um terço dos mercados de crédito privados, da mesma forma, tornaram-se indisponíveis como fontes de recursos.

Ben Bernanke (2009) declarou que os mercados de securitização permaneceram efetivamente fechados durante o último trimestre de 2008, com a exceção das “hipotecas em conformidade” – aquelas em conformidade com as orientações escritas –, que poderiam ser vendidas ao *Fannie Mae*² e *Freddie Mac*³.

² O FNMA, comumente conhecido como Fannie Mae, é uma corporação financiada pelo governo dos Estados Unidos, fundada durante a Grande Depressão de 1938. O objetivo da corporação é comprar e securitizar hipotecas de modo a garantir que fundos estejam consistentemente disponíveis para instituições que emprestam dinheiro para compradores de residências.

³ O FHLMC, também conhecido como Freddie Mac, é uma corporação financiada pelo governo norte-americano. Sua função é comprar hipotecas no mercado secundário e vendê-las como títulos lastreados por hipotecas a investidores no mercado aberto, aumentando o suprimento de dinheiro disponível para empréstimo hipotecário e compra de novas residências.

3.1.7. Securitização com Utilização de Novos Produtos Financeiros

Salmon (2009) destaca que uma ligação mais direta entre a securitização e a crise *subprime* está relacionada com uma falha fundamental na forma que seguradoras, agências de *rating* e investidores modelaram a correlação de riscos entre empréstimos em *pools* de securitização. O modelo determinístico para correlacionar o risco *default* de um empréstimo em um *pool* está estatisticamente relacionada com o risco *default* para outros empréstimos – baseado em uma técnica de "cópula Gaussiana" desenvolvida pelo estatístico David X. Li.

Esta técnica, complementa Salmon (2009), amplamente adotada como meio de avaliar o risco associado a operações de securitização, utilizou o que acabou por se mostrar uma abordagem demasiado simplista para correspondência. Infelizmente, as falhas nesta técnica não se tornaram evidentes para os participantes do mercado até que muitas centenas de bilhões de dólares em títulos lastreados por ativos (ABS, na sigla em inglês) e obrigações de débito garantidas (CDO, na sigla em inglês) lastreadas por empréstimos *subprime* foram precificados e vendidos. À época, quando os investidores pararam de adquirir títulos lastreados por *subprimes* os efeitos da crise já haviam começado a surgir.

3.1.8. Acumulação do Estoque de Casas à Venda

O grande crescimento do crédito e dos preços das residências levou a um grande aumento na construção de novas casas e um eventual excedente de unidades não vendidas. Como consequência, o preço das residências nos Estados Unidos atingiu seu pico e começou a declinar em meados de 2006 (Gráfico 3).

O crédito fácil e uma crença de que os preços das residências continuariam a se apreciar encorajou muitos mutuários *subprime* a obter hipotecas de taxa ajustável. Estas hipotecas atraíram mutuários com uma taxa de juro abaixo do

mercado por um período pré-determinado, seguido por uma taxa de juro de mercado para o período remanescente do prazo da hipoteca.

3.1.9. Diminuição do Preço das Residências nos Estados Unidos

Terminado o período de carência inicial, os mutuários que não puderam fazer os pagamentos maiores tentavam refinarciar suas hipotecas. Tal refinanciamento tornou-se mais difícil, uma vez que o preço das residências começou a recuar em muitas regiões dos Estados Unidos. Os mutuários que se viram incapazes de escapar de pagamentos mensais maiores a partir de um refinanciamento começaram a se tornar insolventes.

Feldstein (2008) afirma que quanto mais mutuários deixaram de pagar os seus empréstimos hipotecários, a inadimplência e a oferta de casas à venda aumentaram. Isso coloca pressão sobre os preços da habitação, o que reduz ainda mais o patrimônio líquido das famílias. O declínio nos pagamentos de hipotecas também reduziu o valor dos títulos lastreados por hipotecas, que corroeu o patrimônio e a saúde financeira dos bancos. Este ciclo vicioso foi o coração da crise.

Em setembro de 2008, os preços médios das residências nos Estados Unidos caíram mais de 20% a partir do seu pico em meados de 2006 (Gráfico 3). Este grande e inesperado declínio no preço das residências significou que muitos mutuários não auferiram lucro ou tiveram prejuízo, sendo que suas residências possuíam um valor inferior ao de suas hipotecas.

Em março de 2008, um número estimado de 8,8 milhões de mutuários – 10,5% de todos os lares – tinham um capital negativo por suas casas, um número que se acreditou ter aumentado para 12 milhões em novembro de 2008. Os mutuários nesta situação eram incentivados à insolvência de suas hipotecas, já que uma hipoteca é uma dívida garantida contra a propriedade (THE ECONOMIST, 2008).

O aumento das taxas de inadimplência aumentou o estoque de casas à venda. O número de novas unidades vendidas em 2007 foi 26,4% inferior ao do ano

anterior. Até janeiro de 2008, o estoque de novas residências não vendidas foi de 9,8 vezes o volume de vendas em dezembro de 2007, o valor mais elevado desta razão desde 1981 (ASSOCIATED PRESS, 2008).

Greenspan (2007) acrescenta que, além disso, cerca de quatro milhões de domicílios existentes estavam à venda, dos quais quase 2,9 milhões estavam vagos. Esta avalanche de casas não vendidas fez os preços das residências cair. À medida que os preços caíam, mais lares estavam em risco de insolvência ou inadimplência. Era esperado que o preço das residências continuasse em declínio até que este estoque de casas não vendidas – uma medida do excesso de oferta – diminuísse para níveis normais.

3.1.10. Elevação da Taxa de Juros nos Estados Unidos

Entre julho de 2004 e julho de 2006, o *Federal Reserve* elevou a taxa de juros básica significativamente (Gráfico 2). Isto contribuiu para um aumento em taxas de ARMs de 1 e 5 anos, tornando a taxa de juros das ARMs mais caras para os proprietários (MASTROBATTISTA, 2009).

Max (2004) e Coy (2004) acrescentam que isto pode ter também contribuído para a deflação na bolha da habitação, já que os preços dos ativos geralmente movem-se inversamente à taxa de juros. Especular com habitação começou a ficar mais arriscado.

3.1.11. Aumento da Inadimplência *Subprime* nos Estados Unidos

No terceiro trimestre de 2007, as ARMs perfaziam apenas 6,8% das hipotecas pendentes (JOINT CENTER FOR HOUSING STUDIES, 2008). Em outubro de 2007, aproximadamente 16% das ARMs *subprime* possuíam 90 dias de inadimplência ou o credor havia iniciado o processo de encerramento (quando o

credor toma posse do imóvel do mutuário inadimplente), praticamente triplicando os percentuais de 2005 (BERNANKE, 2007). Em janeiro de 2008, a taxa de inadimplência havia subido para 21% (BERNANKE, 2008), atingindo 15% em maio de 2008 (BERNANKE, 2008).

3.1.12. Sobra de Dinheiro no Mundo

Ben Bernanke (2005) abordou as implicações do elevado e crescente déficit de contas correntes (comércio) dos Estados Unidos, resultantes das importações superiores às exportações. Entre 1996 e 2004, o déficit em conta corrente dos Estados Unidos aumentou em 650 bilhões de dólares, de 1,5% para 5,8% do seu PIB (Gráfico 6).

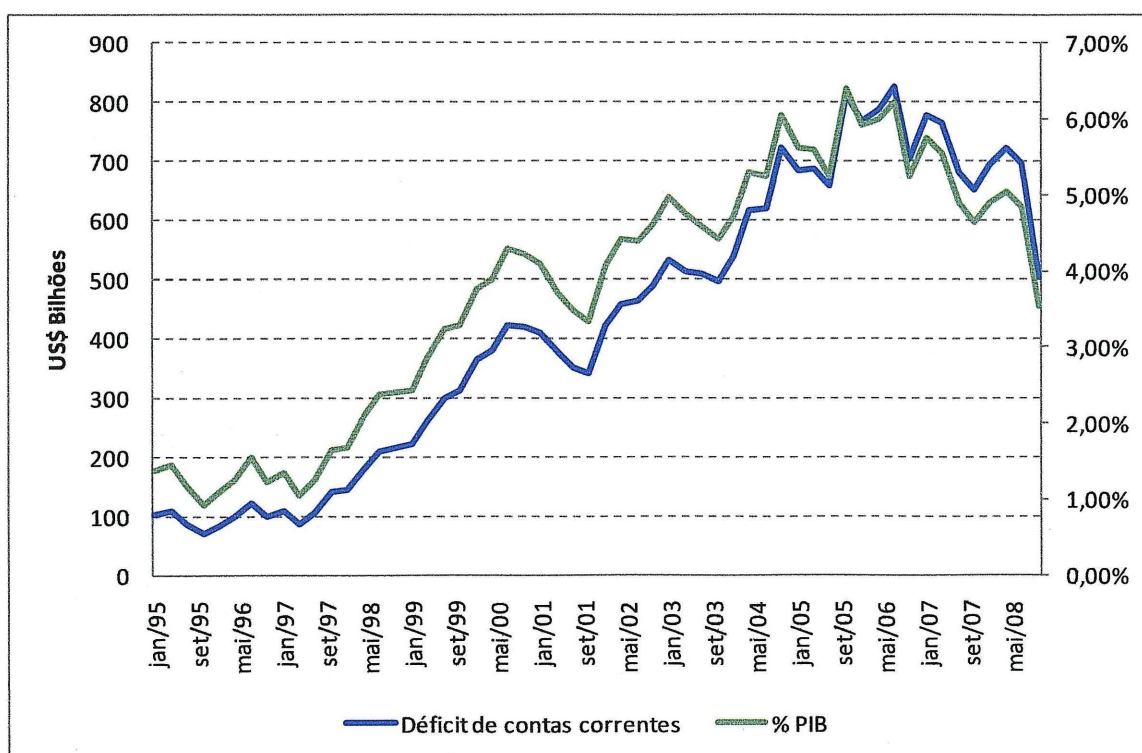


Gráfico 6 – Déficit de contas correntes x % PIB nos EUA.

Fonte: elaboração do autor, a partir de dados do BEA, 2009.

O financiamento deste déficit exigiu que os Estados Unidos tomassem emprestadas grandes somas do estrangeiro, muitas delas provenientes de países

executando excedentes comerciais, principalmente as economias emergentes da Ásia e exportadores de petróleo.

A identidade fundamental da balança de pagamentos exige que um país (por exemplo, os Estados Unidos) que esteja passando por um período de déficit de contas correntes também tenha uma conta de capital (investimentos) excedente do mesmo montante. Assim, grandes e crescentes quantidades de fundos (capital) estrangeiros fluíram para os Estados Unidos financiar suas importações. Os investidores estrangeiros possuíam estes fundos para emprestar, ou porque possuíam taxas elevadas de poupança – em torno de 40% na China – ou devido à alta dos preços do petróleo.

Bernanke (2007) se referiu a esta situação como sendo um "excesso de poupança", que pode ter direcionado capital para os Estados Unidos, uma opinião diferente da de outros economistas, que veem este capital como tendo sido puxado para os Estados Unidos pelos seus altos níveis de consumo. Em outras palavras, uma nação não pode consumir mais do que seu rendimento, a menos que venda ativos para estrangeiros, ou que estrangeiros estejam dispostos a emprestar-lhe.

3.2 EVOLUÇÃO

3.2.1. Crise de Confiança

A confiança não é tão facilmente mensurável como ações ou movimentações de bônus. Entretanto, um bom indicador do nível de confiança do mercado durante a crise de crédito foram movimentos na taxa LIBOR.

Seabury (2008) define que LIBOR é a taxa que bancos cobram de outros bancos por empréstimos de curto prazo. Estes empréstimos podem ser de um mês, três meses, seis meses ou de um ano. Quando as taxas LIBOR estão altas, é sinal que os bancos não confiam uns nos outros, o que resulta em taxas de empréstimos mais elevadas no mercado. Isto significa, também, a utilização de padrões mais

rigorosos para realização de empréstimos e uma não-disposição geral entre os bancos de assumir riscos.

Uma OIS (diferença indexada pelo overnight, na sigla em inglês) é uma taxa de juro *swap* em que a periodicidade de flutuação da taxa de *swap* é igual à média geométrica de um índice overnight (ou seja, uma taxa de juros publicada) durante todos os dias do período de pagamento. O índice é tipicamente uma taxa de juros considerada menos arriscada que a LIBOR (CREDIT SUISSE FIRST BOSTON, 2001).

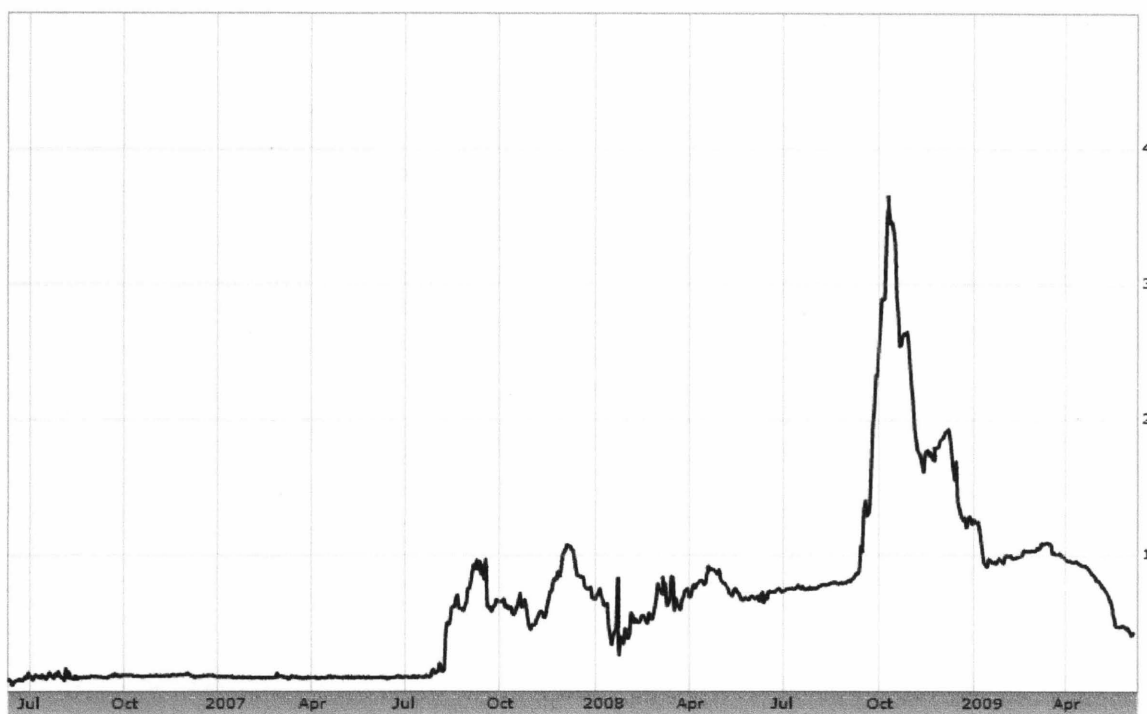


Gráfico 7 – Taxa de *spread* LIBOR-OIS de três meses.
Fonte: Bloomberg, 2009.

Taxas OIS – ou, em particular, a diferença ou *spread* entre taxas OIS e a LIBOR – são uma importante medida de risco e liquidez no mercado monetário (ZENG, 2008). Considerado por muitos, incluindo Alan Greenspan – antigo presidente do *Federal Reserve* – como sendo um forte indicador de estresse em relação a mercados monetários (BROWN; FINCH, 2009).

Para McCormick (2008) o *spread* maior é normalmente interpretado como indicação de uma diminuição na disponibilidade para empréstimos por grandes bancos, enquanto que um menor *spread* indica maior liquidez no mercado. Desta forma, o *spread* pode ser visto como um indicador da percepção dos bancos sobre o

crédito de outras instituições financeiras e da grande disponibilidade de fundos para empréstimo.

A taxa de *spread* LIBOR-OIS vinha historicamente mantendo-se na casa dos 10 pontos base. Entretanto, em meio à crise financeira de 2007-2009, o *spread* atingiu recordes históricos – 364 pontos base em outubro de 2008 – indicando um forte arrocho no crédito. Desde então, o *spread* vem declinando de forma esporádica e ao mesmo tempo substancial, caindo abaixo de 1% em meados de janeiro de 2009, pela primeira vez desde setembro de 2008, mas ainda bem acima das médias históricas (Gráfico 7).

3.2.2. Efeito no Crédito

Dada a magnitude de suas perdas com a crise, os bancos iniciaram um processo de redução de riscos, vendendo ativos e cortando o crédito disponível para indivíduos e empresas. A disposição dos bancos para realizar todos os tipos de empréstimos se deteriorou significativamente (Gráfico 8).

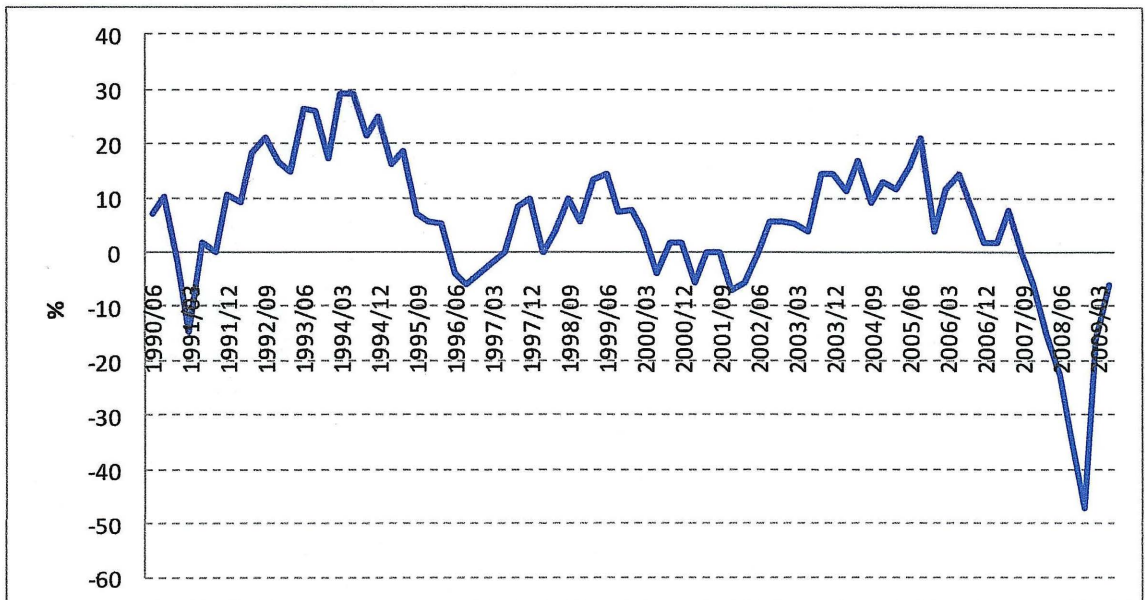


Gráfico 8 – Instituições que pretendem emprestar para consumidores nos EUA.
Fonte: elaboração do autor, a partir de dados do *Federal Reserve*, 2009.

Kiesel (2008) salienta que outras reduções drásticas de empréstimos, resultantes do declínio no valor dos ativos, encolheram o balanço e a liquidez dos bancos. O resultado prático foi uma falta de capital, que poderia esgotar a economia de crédito necessária para financiar um novo crescimento.

3.2.3. Efeito Negativo nos Balanços dos Bancos

Altman (2009) destaca que, entre junho de 2007 e novembro de 2008, os norte-americanos perderam mais de um quarto de seu valor líquido. Até o início de novembro de 2008, um índice de mercado de ações amplo dos Estados Unidos – o S&P 500⁴ – teve uma redução de 45% desde sua maior alta em 2007.

O preço das residências caiu 20% de seu pico em 2006 (Gráfico 3), com mercados futuros sinalizando uma queda potencial de 30 a 35%. O capital próprio nos Estados Unidos, que era avaliado em 13 trilhões de dólares em seu pico em 2006, despencou para 8,8 trilhões de dólares em meados de 2008, caindo ainda mais no final de 2008 (ALTMAN, 2009).

Altman (2009) acrescenta ainda que os ativos totais de aposentados – o segundo maior ativo das famílias norte-americanas – caíram para 22%, de 10,3 trilhões de dólares em 2006 para oito trilhões de dólares em meados de 2008. Durante o mesmo período, a poupança e os investimentos em ativos (excluindo-se os ativos dos aposentados) desvalorizaram-se 1,2 trilhões de dólares; os ativos de pensões outros 1,3 trilhões de dólares. Tomados em conjunto, todas estas perdas totalizaram uma evaporação de 8,3 trilhões de dólares.

Membros de minorias⁵ nos Estados Unidos obtiveram um número desproporcional de hipotecas *subprime*, e, portanto, têm apresentado um nível de inadimplência também desproporcional. Garcia (2008, p. 1) indica que “[...] *almost*

⁴ O S&P 500 é um índice ponderado pelo valor publicado desde 1957 dos preços das 500 ações mais negociadas nos Estados Unidos.

⁵ Negros, hispânicos e outros imigrantes (legais e ilegais).

half of the mortgage loans in the hands of Hispanics are subprime, making them especially vulnerable to the housing downturn". Além disso:

While the cheap loans did increase black homeownership rates, especially in predominantly minority neighborhoods, they simultaneously increased the risk that homeowners would default on their loans, send houses into foreclosure and drive down the value of entire neighborhoods, making them less attractive for people from other social classes and racial groups who might have once considered moving in (VEDANTAM, 2008, p. A02).

A partir de agosto de 2008, sociedades financeiras ao redor do globo tiveram suas participações em títulos relacionados ao mercado *subprime* depreciados em 501 bilhões de dólares (ONARAN, 2008). O FMI estima que as instituições financeiras viram-se obrigadas a amortizar 1,5 trilhões de dólares de suas participações em MBSs⁶ *subprime*. Cerca de 750 bilhões de dólares deste montante haviam sido reconhecidos em novembro de 2008 (ALTMAN, 2009).

Saidenberg e Schuermann (2003) indicam que os Acordos de Basiléia⁷ impõem requisitos de capital destinados a mitigar seu risco de insolvência, por assegurar que a instituição financeira tem, ao menos, um nível mínimo de recursos para honrar seus compromissos para com seus clientes. Para serem eficazes neste papel, tais requisitos são sensíveis aos riscos que a instituição está exposta.

As perdas no mercado *subprime* e a elevação dos riscos a ela associados têm dizimado grande parte do capital do sistema bancário mundial. O crédito antes disponível para empréstimos para empresas e famílias foi realocado para atender aos requisitos de capital dos Acordos de Basiléia.

3.2.4. Perdas Acumuladas do Sistema Bancário Global

A crise começou a afetar o setor financeiro em fevereiro de 2007, quando o HSBC, o maior banco do mundo (em 2008), registrou suas perdas de 10,5 bilhões

⁶ Empréstimo hipotecário securitizado, na sigla em inglês.

⁷ Acordos de Basiléia refere-se a dois acordos de supervisão bancária, assinados em Basiléia, na Suíça: Basileia I, assinado em 1988; e Basileia II, assinado em 2004, em substituição à Basileia I.

de dólares em MBS relacionadas com o *subprime*, a primeira grande perda a ser reportada (BBC NEWS, 2008).

Durante 2007, ao menos 100 companhias hipotecárias fecharam, suspenderam suas operações ou foram vendidas, gerando uma grande redução de empregos:

Securities firms started eliminating positions in mortgage departments as early as last July, when rising delinquencies on home loans to borrowers with poor credit histories led to a decline in the prices of bonds tied to the loans. Between July and December, almost 17,000 jobs were lost, according to data compiled by Bloomberg (ONARAN, 2008, p. 1).

Segundo CNN Money (2007) mesmo o topo em gestão não escapou ileso da crise – como os CEOs da Merrill Lynch (Stanley O'Neal) e do Citigroup (Charles Prince) – que rescindiriam quase que simultaneamente, num intervalo de menos de uma semana, ao final de 2007.

Com o aprofundamento da crise, mais e mais empresas financeiras se fundiram ou anunciaram que estavam procurando parceiros para fusão. McSherry (2008, p. 1) pontua que: *“As the mortgage crisis and credit crunch take their toll, merger speculation is now centered on other lenders including Washington Mutual Inc, First Horizon National Corp, National City Corp and KeyCorp.”*

A crise causou pânico nos mercados financeiros durante 2007 e incentivou os investidores a retirar seus investimentos em títulos hipotecários arriscados e aplicá-los em commodities como “reservas de valor”, elevando o preço dos alimentos. Esta elevação “[...] *will improve the trade balance of major food exporters, but major importers stand to see a greater deficit.*” (BBC NEWS, 2008, p. 1).

MacWhirter (2008) indica que a especulação financeira em mercados futuros de commodities, seguido pelo colapso dos mercados de derivativos financeiros, contribuiu para uma crise mundial do preço dos alimentos e do preço do petróleo devido a um “super ciclo de commodities”.

Especuladores financeiros em busca de retornos rápidos removeram trilhões de dólares de *equities*⁸ e títulos hipotecários, alguns dos quais acabaram investindo em alimentos e matérias-primas:

⁸ Direitos residuais dos acionistas sobre os ativos da empresa, calculado subtraindo-se o passivo total do ativo total.

[...] they shifted into property and complex collateralised debt dealing based on US "sub-prime" mortgages. Now, with the collapse of the property bubble – not just in the US but across the world – investors are on the move again, and the only place left is commodities. It's the third bubble and it's hitting the developing world hard (MACWHIRTER, 2008, p. 1).

Segundo o FDIC (2008), a inadimplência hipotecária e provisões para futuras inadimplências fizeram com que os lucros das 8.533 instituições depositárias⁹ dos Estados Unidos – seguradas pelo FDIC¹⁰ – declinassem de 35,2 bilhões de dólares no quarto trimestre de 2006 para 646 milhões de dólares no mesmo trimestre do ano seguinte, um declínio de 98%.

O quarto trimestre de 2007 registrou o pior desempenho trimestral para bancos e *thrifts* desde 1990. Em todo ano de 2007, instituições seguradoras de depósitos receberam aproximadamente 100 bilhões de dólares, uma redução de 31% de um lucro recorde de 145 bilhões de dólares em 2006. Os lucros reduziram-se para 35,6 bilhões de dólares no primeiro trimestre de 2007 para 19,3 bilhões de dólares no primeiro trimestre de 2008, um declínio de 46% (FDIC, 2008).

Quando o Lehman Brothers e outras importantes instituições financeiras faliram em setembro de 2008, a crise atingiu seu ponto-chave:

So it may have been more of a catalyst or accelerating event versus an actual cause. Then again, though, I think there are certain aspects of – especially for some of the counterparty relationships with Lehman, ... maybe if those had been stabilized but others had been haircut, that could have been handled in a smoother way. But I think we're all learning as we go on here (BAIR, 2009, p. 1).

Segundo Altman (2009), durante um período de dois dias em setembro de 2008, 150 bilhões de dólares foram retirados de fundos nos Estados Unidos. A média de saídas para dois dias era de cinco bilhões de dólares. Como efeito desta retirada, o mercado monetário foi submetido à execução bancária, sendo uma das principais fontes de crédito para bancos e empresas não-financeiras. O TED *spread* – uma medida do risco de empréstimos interbancários – quadruplicou rapidamente após a concordata do Lehman Brothers (Gráfico 9).

⁹ A instituição depositária é uma instituição financeira nos Estados Unidos, como um banco de poupança, que está legalmente autorizada a aceitar depósitos monetários por parte dos consumidores.

¹⁰ Órgão do governo dos Estados Unidos que fornece seguro para depósitos, o que garante a segurança dos depósitos em bancos membros.

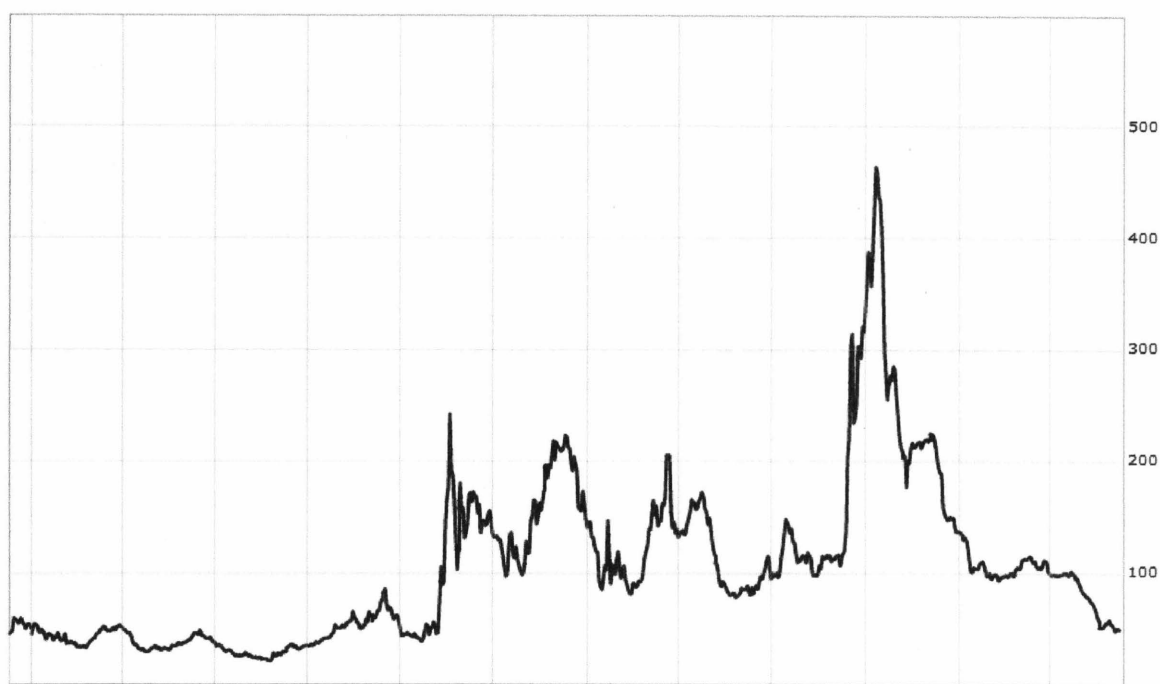


Gráfico 9 – Taxa de *spread* TED de três meses.
Fonte: Bloomberg, 2009.

Altman (2009) complementa indicando que este congelamento do crédito colocou o sistema financeiro global à beira de um colapso. A resposta do *Federal Reserve*, do Banco Central Europeu e de outros bancos centrais foi imediata e dramática. Durante o último trimestre de 2008, estes bancos centrais adquiriram 2,5 trilhões de dólares em ativos da dívida pública e privada dos bancos.

Esta foi a maior injeção de liquidez no mercado de crédito e a maior ação de política monetária na história mundial. Os governos das nações européias e dos Estados Unidos também aumentaram o capital de seus sistemas bancários nacionais em 1,5 trilhões de dólares, por meio da compra de ações preferenciais recém-emitidas de seus principais bancos (ALTMAN, 2009).

3.2.5. Índice de Condições Financeiras

Para English, Tsatsaronis e Zoli (2005) o Goldman Sachs vêm utilizando por um bom tempo um índice de condições financeiras composto por uma média

ponderada de uma taxa real de curto prazo, uma taxa real de longo prazo, a taxa real de câmbio e preços de *equities* para monitorar a influência de fatores financeiros na economia real. Os pesos empregados no índice são escolhidos baseados nos efeitos das variáveis no modelo trimestral do *Federal Reserve*.

Já o índice de condições financeiras nos Estados Unidos da Bloomberg combina *spreads* e índices de mercados monetários, mercados de ações e mercados de títulos em um índice normalizado. O valor deste índice indica se o desvio-padrão das atuais condições financeiras dos mercados está acima ou abaixo da média do período entre junho de 1992 e junho de 2008 (PERRY, 2009).

O início de seu período depressivo deste último deu-se em agosto de 2007, quando o BNP Paribas suspendeu resgates de fundos de investimento. Esta depressão acentuou-se drasticamente a partir de setembro de 2008 – com a concordata do Lehman Brothers e o resgate do AIG – atingindo seu recorde negativo em outubro do mesmo ano, indicando que o mercado apresentava uma condição mais de dez vezes pior do que a “normalidade” (Gráfico 10).



Gráfico 10 – Índice de condições financeiras nos EUA.
Fonte: Bloomberg, 2009.

3.3 EFEITOS

3.3.1. Efeitos Financeiros

No mercado monetário global, o *commercial paper* é uma nota promissória não garantida com um prazo fixo de um a 270 dias. O *commercial paper* é emitido (vendido) no mercado monetário por grandes bancos e corporações para obter dinheiro para cumprir suas obrigações de dívida de curto prazo (por exemplo, salários), sendo apoiado apenas por um banco emissor ou corporação promessa a pagar o montante na data de vencimento especificada na nota (PILON, 2008).

Pilon (2008) conclui que, como não é apoiada por uma garantia, apenas empresas com excelentes classificações de crédito – de uma agência de *rating* reconhecida – eram capazes de vender seu *commercial paper* a um preço razoável. Este papel normalmente é vendido com um desconto do valor nominal, e traz mais reembolso no curto prazo do que títulos. Quanto maior o tempo de maturidade da nota, maior a taxa de juros que a instituição emissora deve pagar. As taxas de juros flutuam com as condições do mercado, mas são normalmente mais baixas do que as taxas bancárias.

3.3.1.1. Efeito no financiamento de curto prazo

Segundo o *Federal Reserve* (2009), ao final de 2008, mais de 1.700 empresas nos Estados Unidos emitiam *commercial papers*. A partir de 31 de outubro de 2008 existiam 1,78 trilhões de dólares deste tipo de papel no mercado norte-americano. Destes, 801,3 bilhões de dólares eram lastreados por ativos e 979,4 bilhões de dólares não eram lastreados por ativos, sendo 162,7 bilhões emitidos por corporações não-financeiras e 816,7 bilhões emitidos por instituições financeiras.

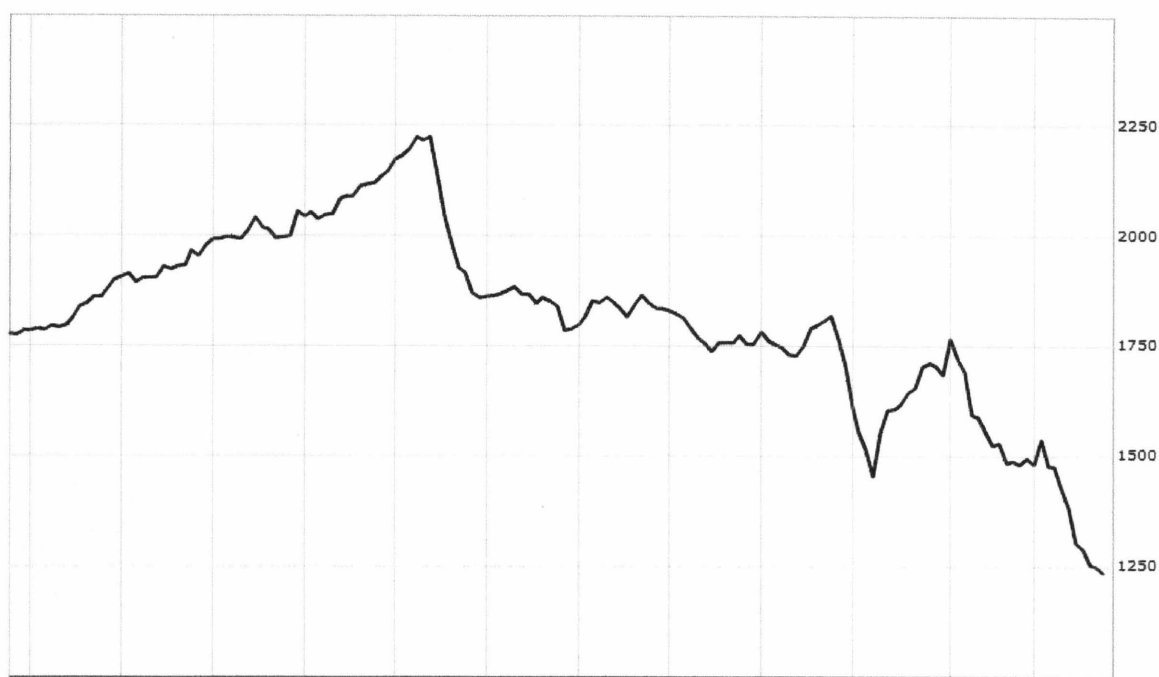


Gráfico 11 – Emissão de commercial papers nos EUA.
Fonte: Bloomberg, 2009.

Os efeitos da crise *subprime* começaram a ser percebidos no mercado de *commercial papers*¹¹ nos Estados Unidos a partir de agosto de 2007, quando foram emitidos mais de 2,22 trilhões de dólares deste tipo de papel. Em pouco mais de um mês ocorreu uma drástica redução nas emissões, para cerca 1,85 trilhões de dólares (Gráfico 11).

Para Carney (2009) a falha do governo norte-americano em salvar o Lehman Brothers causou um desastre no mercado de *commercial papers*. Dois dias após sua falência, o mercado deste papel emitido por bancos desmoronou. Dentro de uma semana, cerca de 500 bilhões de dólares em financiamento de curto prazo foi retirado do mercado.

Apesar do desastre no mercado monetário, o Tesouro norte-americano recusou-se a salvar o Lehman Brothers. Parece mais provável que:

[...] the panic in commercial paper was the result of the scales falling from the eyes of financial professionals. The collapse of Lehman and Merrill Lynch, which had fled into the arms of Bank of America, revealed the terrible state of the financial sector (CARNEY, 2009, p. 1).

¹¹ Coloquialmente referido como mercado monetário.

Carney (2009) conclui que a injeção de 700 bilhões de dólares realizada pelo Tesouro dos Estados Unidos não reduziu o temor dos investidores em emprestar para os bancos. O que realmente restabeleceu a liquidez ao mercado foi a decisão do *Federal Reserve* de entrar diretamente no mercado, oferecendo-se para comprar *commercial paper* a partir de um instrumento especial para este propósito. Isto forneceu liquidez às companhias financeiramente saudáveis sem interferir naquelas financeiramente insalubres.

3.3.1.2. Diminuição da confiança das pessoas

Chandra (2008) relata que o índice de confiança do consumidor nos Estados Unidos¹² atingiu seu primeiro recorde negativo mensal de 38 pontos em outubro de 2008 (Gráfico 12), enquanto as ações das empresas despencavam e bancos cortavam o crédito, aumentando o risco de um colapso no consumo.

Isto refletia a insatisfação dos eleitores com a direção do país às vésperas da eleição presidencial de 4 de novembro. Segundo as pesquisas, a maioria dos eleitores considerava que Barack Obama (oposição) seria mais capaz de lidar com a turbulência do que seu rival John McCain (CHANDRA, 2008).

Willis e Homan (2009) salientam que o índice de confiança do *Conference Board* caiu ainda mais – para 25 pontos em fevereiro de 2009 (Gráfico 12) – seu nível mais baixo desde o início da pesquisa, em 1967. Além disso, outro relatório mostrou uma redução recorde de 18,5% no preço das residências desde dezembro de 2007 (Gráfico 3). Estas seriam as mais recentes evidências de um aprofundamento da depressão econômica, que Ben S. Bernanke – presidente do *Federal Reserve* – alertava que poderia perdurar até 2010.

¹² Índice baseado em uma amostra representativa de 5.000 famílias norte-americanas. O levantamento mensal é realizado pela TNS – maior empresa de pesquisas encomendadas do mundo – para o *The Conference Board*.

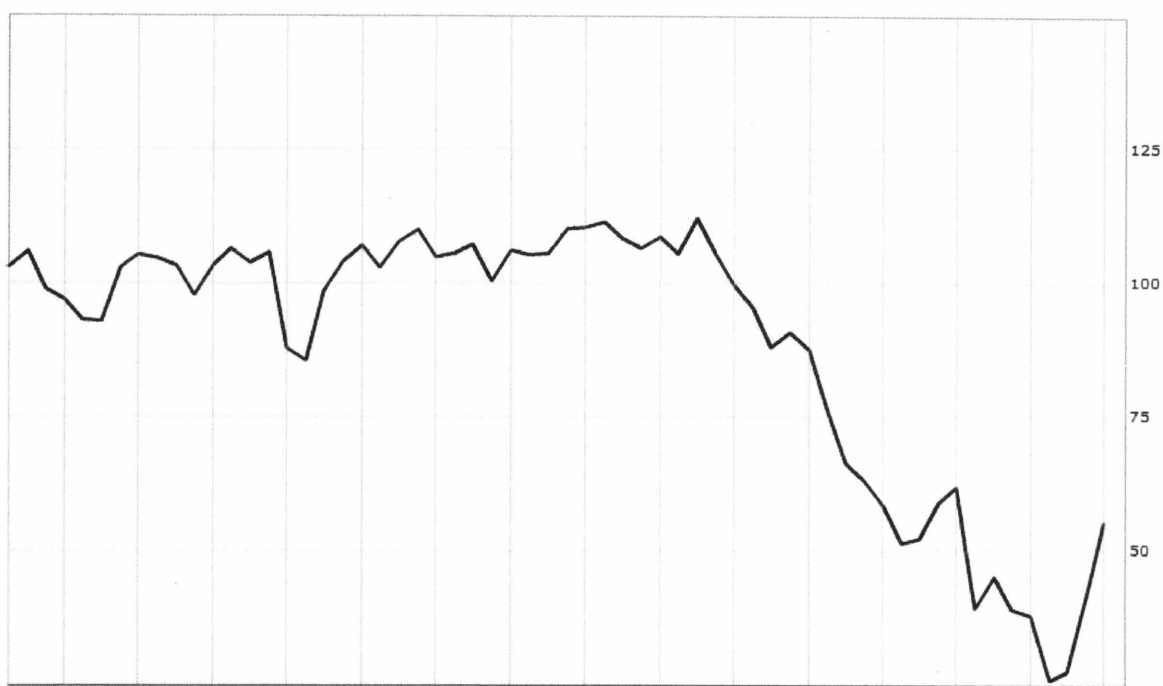


Gráfico 12 – Índice de confiança do consumidor nos EUA.
Fonte: Bloomberg, 2009.

3.3.2. Efeitos Econômicos

3.3.2.1. Retração do consumo

Vlasic e Bunkley (2008) destacam que as vendas de outubro de automóveis e caminhões leves nos Estados Unidos caíram precipitadamente em 2008 quando comparado com as vendas de outubro de 2007, com quedas de 45% para a General Motors, 30% para a Ford, 23% para a Toyota, 25% para a Honda e 33% no caso da Nissan. Grande parte desta queda nas vendas foi atribuída a clientes que não conseguiam mais financiar.

Esta queda não estaria restrita a um nicho específico deste mercado, muito pelo contrário: “[...] *unlike previous cuts, the reductions might not be limited to gas-guzzling S.U.V.’s or slow-selling pickup trucks. There are no vehicles, according to*

one Ford executive, that have proven immune from the slumping demand.” (VLASIC; BUNKLEY, 2008).

Segundo Rosenbloom (2008), exceto para o Wal-Mart – maior rede de varejo dos Estados Unidos – que registrou um ligeiro aumento, as vendas no varejo despencaram durante outubro de 2008 nos Estados Unidos (Gráfico 13), em comparação com outubro de 2007, com a maioria das lojas reportando reduções de dois dígitos.

Healy (2008) complementa que as vendas do varejo em outubro de 2008 reduziram 4,1% desde outubro de 2007 e 2,8% desde setembro de 2008, com as vendas de automóveis e autopeças liderando as perdas com um declínio de 23,4% desde outubro de 2007, e 31,9% desde setembro de 2008.

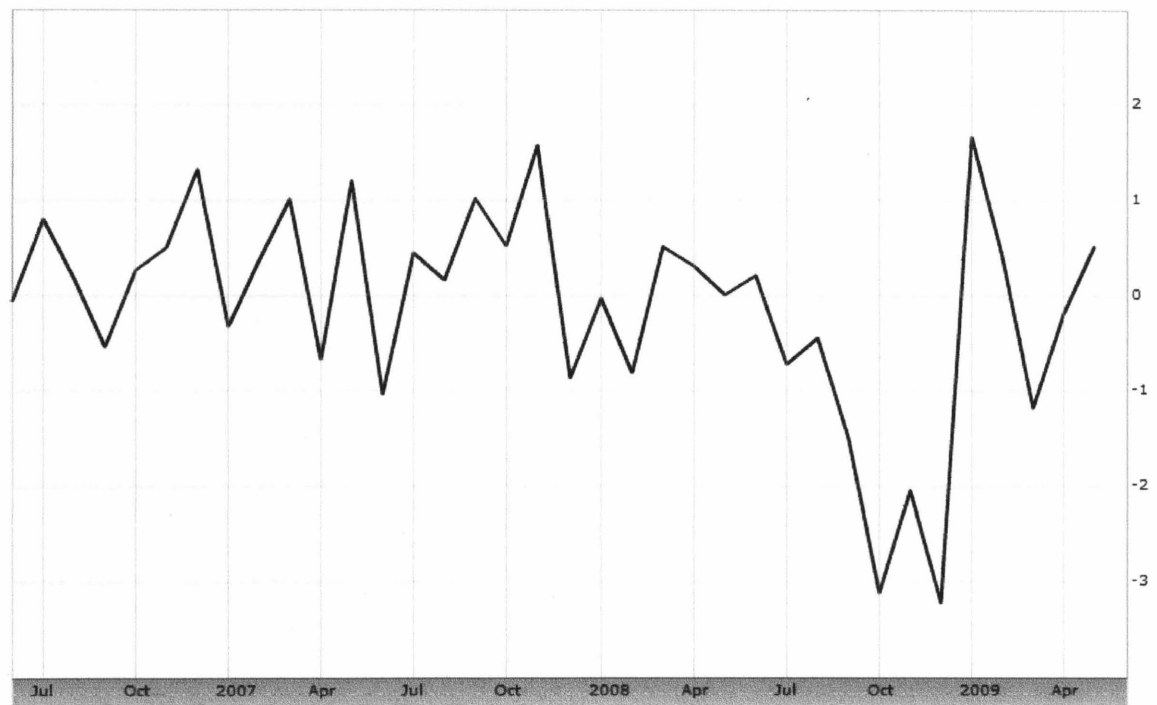


Gráfico 13 – Vendas no varejo nos Estados Unidos.
Fonte: Bloomberg, 2009.

Relatórios de nível de emprego mostravam – em novembro de 2007 – que cerca de 500 mil empregos foram perdidos nos Estados Unidos durante setembro e outubro de 2008, com desemprego subindo para 6,5% ao final de outubro. O valor para setembro acabou sendo revisto, de um número inicial relatado de 159 mil para 284 mil desempregados. O valor inicial de outubro era de 240 mil desempregados (GOODMAN, 2008).

Goodman (2008) destaca que esta é uma aceleração substancial em relação à média de 75 mil empregos perdidos por mês, desde o início de 2008. Os especialistas antecipavam previsões indicando que a taxa de desemprego acabaria atingindo 8% em meados de 2009. Estas previsões acabaram sendo superadas. Em maio de 2009 a taxa de desemprego nos Estados Unidos atingiu 9,4% (Gráfico 14).

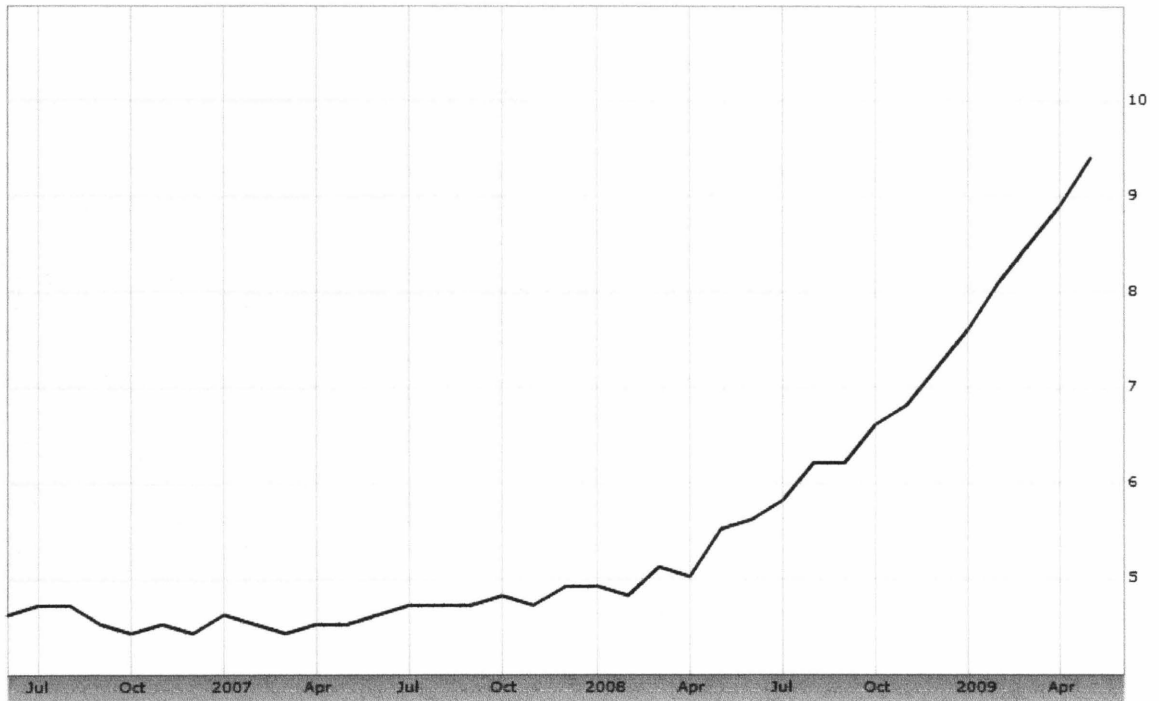


Gráfico 14 – Taxa de desemprego nos Estados Unidos.
Fonte: Bloomberg, 2009.

3.4 REAÇÃO

3.4.1. Capitalização Estatal do Sistema Financeiro

Várias ações têm sido tomadas desde que a crise se tornou evidente em agosto de 2007. Em setembro de 2008, a grande instabilidade nos mercados financeiros globais aumentou a consciência e a atenção para a crise. Várias agências e reguladores, bem como agentes políticos, começaram a tomar novas

atitudes e passos para lidar com a crise. Até o momento, várias agências governamentais se comprometeram a gastar ou gastaram trilhões de dólares em empréstimos, compra de ativos, garantias e gastos diretos.

Perdas em títulos lastreados por hipotecas e outros bens adquiridos com dinheiro emprestado drasticamente reduziram a base do capital de instituições financeiras, tornando muitas ou insolventes ou menos capazes de realizar empréstimos. Os governos têm fornecido fundos aos bancos e alguns bancos têm iniciado os primeiros passos para adquirir capital de fontes privadas.

O governo dos Estados Unidos aprovou, em outubro de 2008, o "*Emergency Economic Stabilization Act*" de 2008 (EESA, na sigla em inglês). Esta lei adicionava 700 bilhões de dólares em financiamento para o Programa de Alívio de Ativos Problemáticos (TARP, na sigla em inglês), que foi utilizado para emprestar fundos a bancos em troca de ações preferenciais pagadoras de dividendos (HERSZENHORN, 2008).

Outro método de recapitalização dos bancos é o governo e os investidores privados fornecerem dinheiro em troca de hipotecas relacionadas com ativos (ativos "podres" ou "legados"), melhorando a qualidade do capital bancário enquanto reduzindo a incerteza relacionada à situação financeira dos bancos.

O Secretário do Tesouro dos Estados Unidos – Timothy Geithner – anunciou um plano, em março de 2009, para comprar ativos "podres" ou "legados" de bancos. Um programa de investimento de parceria público-privada envolveu empréstimos governamentais e garantias para encorajar investidores privados a fornecer fundos para comprar ativos podres de bancos (U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2009).

3.4.2. Redução dos Juros

O *Federal Reserve*, em parceria com bancos centrais ao redor do mundo, tem tomado várias medidas para tentar solucionar os problemas gerados pela crise: "*Broadly, the Federal Reserve's response has followed two tracks: efforts to support*

market liquidity and functioning and the pursuit of our macroeconomic objectives through monetary policy.” (BERNANKE, 2008, p. 1).

Em 18 de setembro de 2007, o *Federal Reserve* decidiu reduzir a taxa básica de juros em 50 pontos base¹³, para 4,75%. Segundo o *Federal Reserve* (2007, p. 1), esta redução visava: “[...] *to help forestall some of the adverse effects on the broader economy that might otherwise arise from the disruptions in financial markets and to promote moderate growth over time.*”.

A partir de 18 de março de 2008, a taxa básica de juros foi fixada – pelo *Federal Reserve* – em 2,25%, com uma redução de 75 pontos base:

Today’s policy action, combined with those taken earlier, including measures to foster market liquidity, should help to promote moderate growth over time and to mitigate the risks to economic activity. However, downside risks to growth remain. The Committee will act in a timely manner as needed to promote sustainable economic growth and price stability (FEDERAL RESERVE, 2008, p. 1).

Dougherty e Andrews (2008) destacam que o *Federal Reserve*, o Banco Central Europeu e outros quatro bancos centrais baixaram as taxas de juros em um esforço coordenado sem precedentes para aliviar os efeitos econômicos da pior crise financeira desde os anos 1970. Até o banco central da China juntou-se a este esforço, reduzindo a taxa de juros e requisitos de reservas bancárias para liberar dinheiro para empréstimos. Em 8 de novembro de 2008:

The Fed reduced its benchmark rate to 1.5 percent. The ECB’s main rate is now 3.75 percent; Canada’s fell to 2.5 percent; the U.K.’s rate dropped to 4.5 percent; and Sweden’s rate declined to 4.25 percent. China cut interest rates for the second time in three weeks, reducing the main rate to 6.93 percent (LANMAN, 2008, p. 1).

Em dezembro de 2008 ocorreu mais uma redução na taxa básica de juros, desta vez em 25 pontos base, atingindo um patamar muito próximo a zero, em uma faixa entre 0 e 0,25%. Bernanke (2009, p. 1) comenta que o objetivo, nesta ocasião, era: “[...] *to cushion the direct effects of the financial turbulence on the economy and to reduce the virulence of the so-called adverse feedback loop, in which economic weakness and financial stress become mutually reinforcing.*”.

¹³ Um ponto base equivale a um centésimo de um ponto percentual.

3.4.3. Estímulos Fiscais e Monetários

Um estímulo econômico refere-se à utilização da política fiscal – as despesas públicas ou medidas fiscais – para apoiar ou revitalizar uma economia em recessão. Em fevereiro de 2008, sinais de desaceleração da economia surgiram. Durante meses, economistas de *Wall Street* e estrategistas de mercado argumentaram que a economia norte-americana estaria em recessão ou perigosamente próximo de uma até o final do mesmo ano (LIM, 2008).

Para Herszenhorn (2008) estes sinais fizeram com que o Congresso dos Estados Unidos aprovasse, com uma rapidez incomum, um pacote de salvamento econômico de 168 bilhões de dólares, incluindo descontos para contribuintes e incentivos fiscais para as empresas, que os legisladores e o presidente Bush esperavam que ajudariam a reaquecer a economia.

Ao final de 2008, quando a atividade da economia norte-americana se retraiu acentuadamente, surgiram clamores de um estímulo muito maior. Barack Obama, logo após sua eleição e confrontado com a piora das previsões para a economia, declarou que iria expandir seu plano de recuperação econômica. Este plano procurou criar ou salvar três milhões de empregos nos dois anos seguintes, logo após ter atingido seu objetivo de criar 2,5 milhões de empregos no mês anterior (CALMES, 2008).

Calmes (2009) indica que, em 28 de fevereiro de 2009, Obama conseguiu aprovar seu plano de recuperação econômica de 819 bilhões de dólares. Este pacote de dois anos está entre os maiores da história, refletindo a visão de que era necessária uma ajuda fiscal urgente para a economia em crise, no momento que o *Federal Reserve* reduziu a taxa de juros à quase zero. Após diversas negociações, o plano foi aprovado com um valor de 789 bilhões de dólares.

Em escala e alcance, ambos montantes de recursos estavam mais próximos do maior esforço de estímulo de todos, o *New Deal*¹⁴, do que aqueles que haviam

¹⁴ *New Deal* foi o nome que o presidente dos Estados Unidos Franklin D. Roosevelt deu a um complexo conjunto de programas econômicos iniciados entre 1933 e 1935 com o objetivo de dar

sido desenvolvidos para lidar com outras recessões pós-guerra. Em muitas recessões nenhum tipo de estímulo foi sequer adotado.

Em novembro de 2008, o governo central chinês anunciou um pacote de estímulo econômico de 586 bilhões de dólares, em seu maior movimento para conter as influências da crise financeira global na terceira maior economia do mundo. Durante os sete anos anteriores, o Banco Central da China havia adquirido cerca de um trilhão de dólares em títulos do Tesouro dos Estados Unidos e débitos lastreados por hipotecas emitidos pelo *Fannie Mae* e pelo *Freddie Mac* (BRADSHER, 2008).

Wintour e Elliott (2009) destacam que, em abril de 2009, líderes mundiais concordaram em injetar 1,1 trilhões de dólares em ajuda financeira à economia global, com Gordon Brown alegando que esta seria a grande oportunidade que ele havia articulado na reunião do G20¹⁵, representando “uma aproximação do mundo” que poderia recuperá-lo de sua pior recessão desde 1945.

Mais recentemente, em junho de 2009, o presidente dos Estados Unidos, Barack Obama, e seus principais conselheiros introduziram uma série de propostas regulatórias. As propostas abordam a defesa do consumidor, pagamentos dos executivos, abrandamento dos requisitos financeiros ou de capital dos bancos, expansão na regulação de derivativos e reforço na autoridade do *Federal Reserve* para sistematicamente “acalmar” importantes instituições, dentre outras medidas (GEITHNER; SUMMERS, 2009).

alívio para os desempregados, a reforma das práticas empresariais e financeiras, e promover a recuperação da economia durante a Grande Depressão.

¹⁵ O G20 (ou grupo dos vinte) é um bloco das nações em desenvolvimento criado em 20 de Agosto de 2003, do qual o Brasil faz parte.

3.5 BRASIL

3.5.1. Efeitos

Em um primeiro momento, o Brasil não havia sido afetado pela crise financeira mundial, já que esta estava intimamente ligada a problemas relacionados com o mercado de hipotecas nos Estados Unidos e os bancos brasileiros não possuíam papéis atrelados a estas hipotecas de alto risco.

Segundo Bianconi (2007), os três maiores bancos brasileiros – Bradesco, Itaú e Unibanco – confirmaram não ter exposição a este tipo de ativo. A primeira instituição a se manifestar neste sentido foi o Itaú, em 17 de agosto de 2007, indicando que estes ativos não faziam parte de sua política de investimentos. Dois dias após, Bradesco e Unibanco fizeram o mesmo, destacando não possuir ativos relacionados a crédito *subprime* nos Estados Unidos ou em outros países.

3.5.1.1. Curto prazo

Um movimento de aversão ao risco por parte de investidores estrangeiros levou a uma fuga de capital dos países emergentes, fruto do aumento da inflação em mercados globais e dos maus resultados das empresas nos mercados desenvolvidos.

Rosa (2008) destaca que, apenas em junho de 2008, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) registrou uma saída de 7,41 bilhões de reais de capital estrangeiro, somando um saldo negativo de 6,65 bilhões de reais no primeiro semestre de 2008. A saída destes investidores externos, que representavam 35,3% do volume total negociado, provocou uma redução de 8,66% no número de negócios no mês em comparação ao mês anterior, perfazendo 4,75 milhões de reais.

Este cenário se acentuou após a Câmara dos Estados Unidos rejeitar, em 29 de setembro de 2008, o plano de socorro de 700 bilhões de dólares aos bancos norte-americanos. A Bovespa registrou o primeiro grande impacto da crise financeira no Brasil. Isto provocou turbulências num mercado que já encontrava-se estressado pelos problemas no setor financeiro e gerou perdas globais recordes (LOURENÇON, 2008). Esta notícia:

[...] assustou o mercado que previa a aprovação do plano. No mercado financeiro, o índice *Dow Jones* da Bolsa de Nova York ampliou as perdas para 4,58%. A Bovespa, que já abria em queda intensa, passou registrar queda de 10,2%, quando o *circuit breaker*¹⁶ foi acionado (VEJA, 2008, p. 1).



Gráfico 15 – Índice Bovespa.
Fonte: Bloomberg, 2009.

Neste dia o sítio da Bovespa saiu do ar durante a tarde, apresentando lentidão, causada pelo: “[...] excesso de internautas que correram para o site em um momento em que a bolsa registrou o pior tombo desde setembro de 1998.” (REUTERS, 2008, p. 1). O índice fechou o dia pouco acima dos 46.000 pontos, com

¹⁶ O *circuit breaker* é o mecanismo que interrompe as operações toda vez que o principal índice apresenta queda acima de 10%. Com a paralisação, o sistema da bolsa não aceita novos negócios por meia hora.

perdas de dois dígitos e prestes a entrar em um período de quedas profundas (Gráfico 15).

Este período caracterizou-se por uma grande fuga de capital estrangeiro do país. Esta saída em massa de dólares pressionou o câmbio, causando uma súbita e expressiva alta do dólar (Gráfico 16), principalmente após a concordata do Lehman Brothers, em setembro de 2008 (JULIBONI, 2008).

Até outubro de 2008, os maiores prejuízos haviam sido registrados por empresas que apostaram na manutenção do real valorizado frente ao dólar, realizando operações com derivativos de câmbio¹⁷. Em 30 de outubro de 2008, a Sadia divulgou:

[...] prejuízo líquido consolidado de R\$ 777,378 milhões no terceiro trimestre do ano, contra lucro de R\$ 188,352 milhões no mesmo período do ano passado [...] o presidente do Conselho de Administração da companhia, Luiz Fernando Furlan, afirmou que a perda registrada pela empresa com operações alavancadas com derivativos marcou a companhia, mas deve ser superada [...] (GOMÉZ, 2008, p. 1).



Gráfico 16 – Taxa de câmbio R\$/US\$.
Fonte: Yahoo! Finanças, 2009.

Bianconi (2008) adiciona que, no caso da Aracruz, após análise de consultoria contratada pela própria empresa, indicava-se que a posição de caixa e aplicações financeiras em 30 de setembro era de cerca de 1,2 bilhões de reais. A

¹⁷ Derivativo é um contrato cujo valor deriva de outro ativo.

variação cambial afetou as exportações da empresa imediatamente e as operações com derivativos seriam contabilizadas no caixa de cada mês, de acordo com a verificação contratual ou vencimento, somando 1,95 bilhões de reais nesta data.

O terceiro grande prejuízo foi reportado pelo grupo Votorantim, que teria um custo total de 2,2 bilhões de reais para resolver sua exposição financeira às oscilações do câmbio. Isto fez com que a agência de classificação de risco *Fitch Ratings* colocasse o *rating* da VCP em “observação negativa” (FOLHA DE S.PAULO, 2008).

Segundo Ceolin (2008), o presidente Luiz Inácio Lula da Silva afirmou que não pretendia realizar esforços para ajudar financeiramente as empresas afetadas por atos de especulação contra a moeda brasileira, realizadas por conta própria e por ganância, já que especularam de forma não recomendável.

3.5.1.2. Médio prazo

Para Barbedo (2009), a crise de confiança gerada por quebras e problemas graves enfrentados por importantes bancos norte-americanos e europeus, teoricamente sólidos até aquele instante, fez com que o dinheiro parasse de circular no mercado. Neste cenário de incertezas, quem possuía sobras de recursos financeiros não estava mais disposto para realizar empréstimos àqueles com problemas de caixa. Isto fez com que a falta de dinheiro nos países desenvolvidos acabasse afetando o crédito (que se tornou escasso e caro) disponível para empresas no mundo todo, incluindo o Brasil.

As economias acabaram se retraindo, dado o congelamento na circulação de dinheiro e o comprometimento do consumo, gerando dificuldades para financiamento dos projetos, retração na economia global e incerteza em relação ao futuro. Estava instalada uma crise de liquidez (BARBEDO, 2009).

Maciel (2008) destaca que o principal efeito da crise no Brasil foi esta dificuldade em se obter recursos no exterior, a partir de uma diminuição na disponibilidade de linhas de crédito. Destas dependiam grandes empresas, que, a

partir desta dificuldade de obter crédito no exterior, acabam por cancelar ou reduzir investimentos geradores de emprego e renda para o país. Ao captar este dinheiro no mercado interno, acabam tomando recursos dos bancos internos antes utilizados por empresas que só possuíam acesso a este tipo de financiamento.

3.5.1.3. Longo prazo

Outra consequência da crise, após a retração do crédito, foi a redução na confiança (Gráfico 17) e no consumo das famílias, que foi um importante catalisador do crescimento da economia no Brasil, mas:

[...] caiu 2% no quarto trimestre de 2008, após expansão de 2,1% no terceiro. Trata-se do pior resultado desde o terceiro trimestre de 2001 (-2,9%) e interrompe uma virtuosa sequência de 21 trimestres consecutivos (cinco anos e três meses) de resultados positivos [...] (JORNAL DO COMÉRCIO, 2009, p. 1).

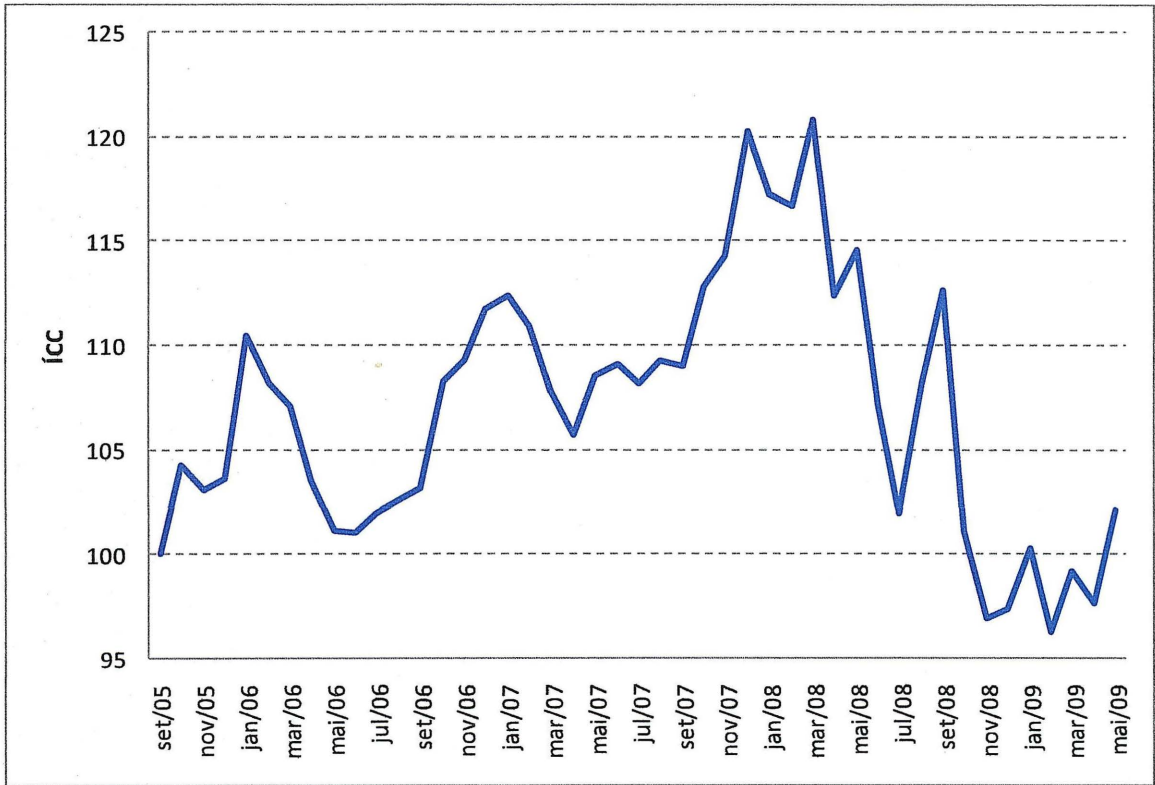


Gráfico 17 – ICC no Brasil.
Fonte: elaboração do autor, a partir de dados da Fundação Getúlio Vargas, 2009.

Soma-se a isto a redução do investimento das empresas, que também foi alavancado pela farta oferta de crédito. Com a redução no crédito as famílias consomem menos, o setor produtivo produz menos e o crescimento, por consequência, é menor.

Outro aspecto está relacionado com as exportações brasileiras, pressionadas para baixo pelo desaquecimento dos mercados compradores, que também possuíam menos dinheiro disponível para comprar. Em setembro de 2008, a confiança do setor industrial brasileiro desabou (Gráfico 18).

O investimento feito no setor produtivo do País ficou negativo pela primeira vez desde o quarto trimestre de 2003 (Gráfico 19). Segundo Junior (2009, p. 1), a economia brasileira:

[...] teve retração de 1,8% no primeiro trimestre de 2009 ante igual período do ano passado, e de 0,8% na comparação com o trimestre imediatamente anterior. Trata-se da segunda taxa negativa consecutiva, o que configura um quadro de recessão técnica, a primeira desde 2003.

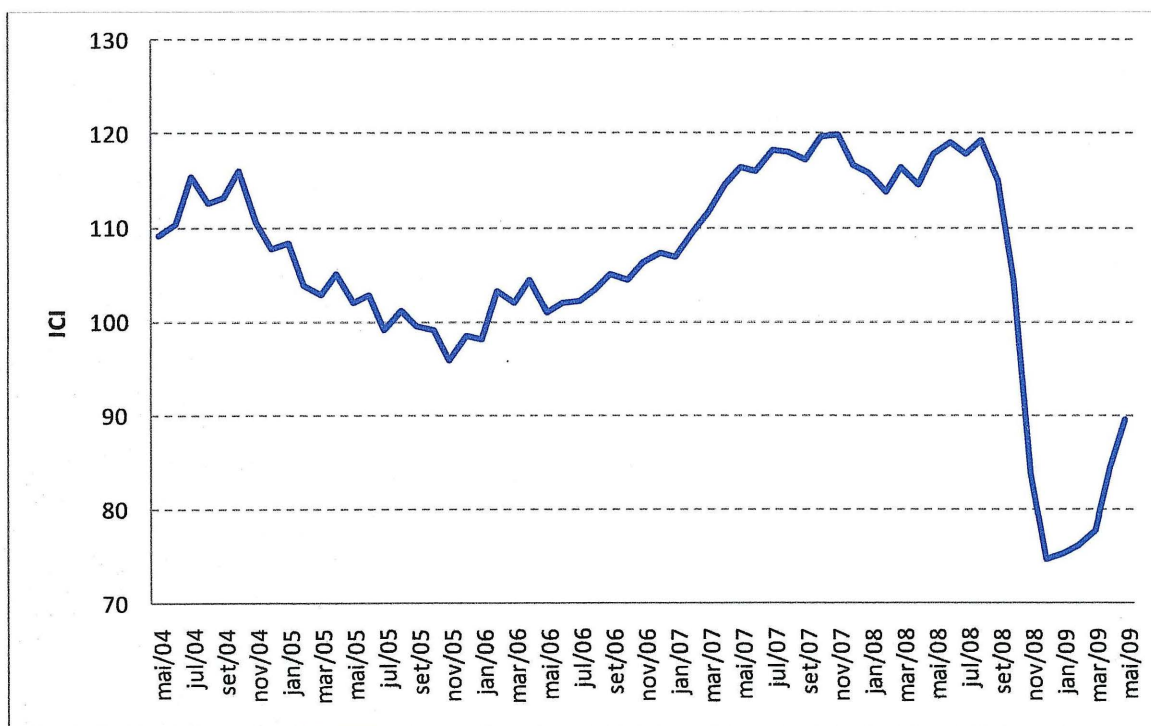


Gráfico 18 – ICI no Brasil.

Fonte: elaboração do autor, a partir de dados da Fundação Getúlio Vargas, 2009.

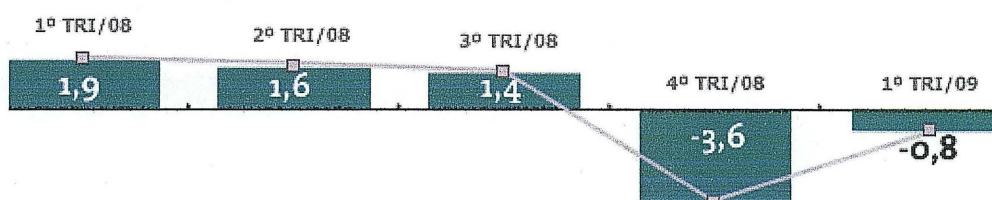
A combinação do “derretimento” do crédito, da redução no consumo das famílias, do desaquecimento do setor produtivo e da diminuição dos investimentos causou um declínio da demanda das empresas, que acabam por reavaliar seus

custos. Férias coletivas e demissões começaram a ser uma constante nos noticiários.

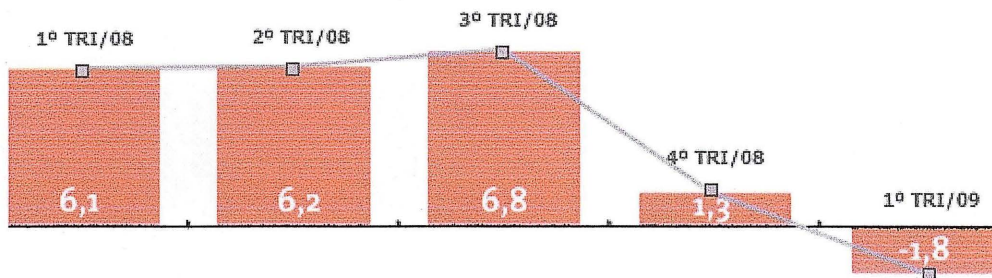
Segundo Carneiro (2009), as taxas de desemprego no Brasil somavam 7,5% em meados de 2008. Economistas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) indicavam que a crise intensificou uma tendência já observada nos últimos anos, aproximando as taxas de desemprego norte-americana e brasileira¹⁸. Além disso, dados da CNI indicavam queda do nível de ocupação e da renda dos trabalhadores, tornando evidentes os sinais de fraqueza no mercado de trabalho.

Evolução do PIB brasileiro

» Variação em relação ao trimestre anterior (%)



» Variação trimestral em relação ao ano anterior (%)



» Acumulado ao longo de 12 meses (%)

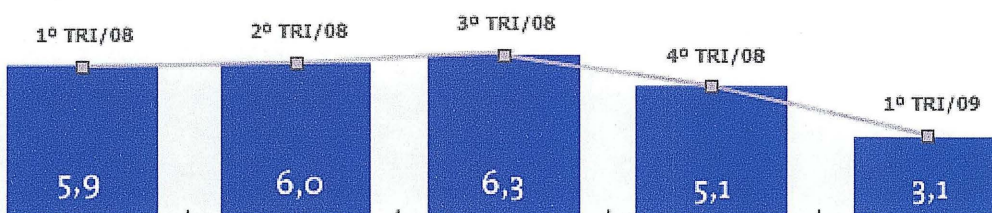


Gráfico 19 – Evolução do PIB brasileiro.
Fonte: Folha de S.Paulo, 2009.

¹⁸ As duas taxas de desemprego podem ser comparadas, já que os métodos de cálculo do Departamento de Trabalho dos EUA e do IBGE são semelhantes.

Em dezembro de 2008, foram fechados 654.946 postos de trabalho, segundo dados do Ministério do Trabalho. Este foi o pior resultado desde 1999, início da série histórica do Caged (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados). Números do governo indicavam cerca de 600 mil dispensas em dezembro de 2008 em todo o país, bem acima da média histórica de 300 mil a 400 mil para o mês (CUCOLO, 2009).

3.5.2. Reação

Em 24 de setembro de 2008, num dos momentos mais graves da crise financeira mundial – quebra do gigante Lehman Brothers – o Banco Central brasileiro liberou 13,2 bilhões de reais para o sistema financeiro na forma de compulsório adicional – 5,2 bilhões de reais tiveram liberação imediata, e outros oito bilhões de reais do compulsório sobre depósitos de empresas de *leasing* tiveram seu recolhimento adiado para 2009. Segundo o BC, as medidas serviriam para preservar o sistema financeiro nacional dos efeitos da restrição de liquidez que vinha sendo observada no sistema financeiro internacional (CUCOLO, 2008).

Duarte (2008) destaca que, em uma nova tentativa de injeção de dinheiro no mercado, o Banco Central anunciou redução no depósito compulsório de bancos que adquiriram carteiras de crédito de outras instituições. A medida, oficializada nos primeiros dias de outubro de 2008, poderia liberar até 23,5 bilhões de reais para o mercado e beneficiaria novamente bancos pequenos e médios, que poderiam ter suas carteiras de crédito adquiridas por bancos maiores.

Alguns dias depois, o governo baixou um pacote de medidas para auxiliar micro e pequenas empresas, o setor de agricultura familiar, exportadores e o sistema financeiro. Para os dois primeiros grupos, o Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (Codefat) aprovou a liberação de 5,25 bilhões de reais do FAT para crédito com linhas operadas pelo BNDES, pelo Banco do Brasil e pela Caixa Econômica Federal (CUCOLO; RODRIGUES, 2008).

Cucolo e Rodrigues (2008) complementam que os exportadores foram beneficiados pela medida que permitia que bancos de fora do País tivessem acesso a dólares das reservas internacionais para financiar o comércio exterior, além de um reforço de cinco bilhões de reais, em recursos do BNDES, para linhas de financiamento pré-embarque de mercadorias destinadas à exportação. O sistema financeiro foi auxiliado pelo Banco Central com o aumento de oferta de proteção cambial ao mercado, por meio da antecipação de contratos de *swap* cambial – uma forma de venda de dólares ao mercado futuro.

Objetivando prover liquidez ao mercado, o Banco Central, em 8 de outubro de 2008, reduziu de 8% para 5% a alíquota do recolhimento compulsório adicional sobre depósitos à vista e a prazo, medida que injetaria um total de 23,2 bilhões de reais na economia. Além disso, o valor mínimo do recolhimento do compulsório do depósito a prazo foi aumentado de 300 milhões de reais para 700 milhões de reais (VALOR ONLINE, 2008).

Cucolo (2008) destaca que ainda em outubro de 2008, as regras sobre depósitos compulsórios voltaram a ser alvo do Banco Central, mas desta vez de forma mais agressiva: a medida liberaria um valor de até 100 bilhões de reais. Desta forma, o BC poderia controlar a quantidade de dinheiro que circulava na economia.

Simão (2008) indica que, em dezembro de 2008, o governo lançou um pacote de estímulo ao consumo sob a forma de cortes no IRPF, do IPI dos automóveis e do IOF sobre compras a prazo e o cheque especial, num total de 8,4 bilhões de reais em renúncia fiscal. A idéia, segundo o ministro Guido Mantega, era desonerar produtos de consumo e aumentar o volume de crédito, auxiliando no crescimento da economia.

O presidente Luiz Inácio Lula da Silva anunciou, em março de 2009, o programa de habitação "Minha Casa, Minha Vida", que tinha por meta a construção de um milhão de moradias para famílias com renda de até 10 salários mínimos. O critério para a definição de áreas prioritárias partiria de dados do IBGE. No total, o pacote custou 34 bilhões de reais. O objetivo do pacote, além de reduzir o déficit habitacional do país, seria estimular o setor da construção civil e gerar empregos, combatendo os efeitos da crise. Em conjunto ao pacote, o governo reduziu a incidência de tributos sobre 30 itens de material de construção (EXMAN; COSTA, 2009).

Ao final de março de 2009, o governo anunciou um pacote de renúncia fiscal que incluía a prorrogação do IPI reduzido sobre carros e caminhões por três meses, a redução do Cofins para motos, e o corte do IPI sobre uma série de itens usados na construção civil. Para compensar a perda de receita, os impostos sobre o cigarro foram elevados. Em contrapartida às medidas, o governo negociava com as empresas a manutenção dos empregos (MONTEIRO; MONTEIRO, 2009).

Exman (2009) ressalta que a Câmara aprovou o texto básico da Medida Provisória 451, em abril de 2009, que criou duas novas alíquotas do IR da pessoa física – de 7,5% e de 22,5% – e estabeleceu incentivos fiscais a setores da economia. A medida incluiu ainda a redução de impostos para os setores: bebidas, *leasing* de aeronaves e empresas de Santa Catarina prejudicadas pelas enchentes de 2008, além de operações de exportação. No mesmo dia, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva encomendou estudo para reduzir o IPI sobre geladeiras, fogões e máquinas de lavar.

Ainda em abril de 2009, o governo anunciou a redução das alíquotas de IPI para produtos da linha branca em 10 pontos percentuais. O IPI das geladeiras caiu de 15% para 5%, o de fogões, de 5% para zero, o de máquinas de lavar, de 20% para 10%, e o de tanquinhos, de 10% para zero. As medidas valeriam por três meses, contando desde a data do anúncio (SCHELLER, 2009).

3.5.2.1. Redução da taxa de juros

Em janeiro de 2009, na primeira queda desde setembro de 2008, a taxa Selic foi reduzida em um ponto percentual para o patamar de 12,75% ao ano (Gráfico 20), em decisão duvidosa do Comitê de Política Monetária (Copom) – foram cinco votos contra três, que defendiam uma redução mais conservadora, de 0,75 ponto percentual, número previsto pela maioria dos analistas financeiros (CUCOLO, 2009).

Duarte (2009) destaca que dois meses depois, em novo corte elevado, desta vez de 1,5 ponto percentual, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco

Central reduziu, em decisão unânime, a taxa básica de juros para 11,25% ao ano – mesmo patamar de março de 2008.

O próximo corte da Selic foi feito em junho de 2009, para 9,25% – redução de um ponto percentual. Segundo *Veja* (2009, p. 1): “[...] É a primeira vez em quase 12 anos que o Brasil tem uma taxa de apenas um dígito. A decisão foi tomada por 6 votos a favor de 1 ponto e dois votos pela redução de 0,75 ponto percentual.” (Gráfico 20).



Gráfico 20 – Taxa Selic novamente a um dígito.

Fonte: Revista *Veja*, 2009.

3.5.3. Expectativas

3.5.3.1. Crescimento da economia

Em maio de 2009, como a recessão econômica mundial levou os fabricantes a cortar a produção e o investimento, economistas brasileiros previam que a maior economia da América Latina se contrairia a seu pior nível desde 1990. Os economistas esperavam que a economia do Brasil encolhesse em 0,53% em 2009, de acordo com a pesquisa *Focus*¹⁹ de 22 de maio de 2009. A estimativa é inferior à previsão de queda de 0,49% na pesquisa da semana anterior (DANTAS, 2009).

Soliani (2009) destaca que esta previsão foi atualizada para uma retração de 0,53% em 2009, de acordo com a pesquisa *Focus* de 12 de junho de 2009. A previsão da semana anterior indicava uma queda de 0,71%. O presidente Luiz Inácio Lula da Silva indicava que o pior já havia passado e que a economia brasileira estava mostrando sinais de recuperação.

Poucos dias depois, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, afirmou que o PIB seria positivo, porém muito fraco. Segundo ele, os analistas apontam um crescimento de 3,5% no PIB para 2010 e o governo projetava um crescimento de 4%. Para 2011, o crescimento seria de, no mínimo, 5% (LEOPOLDO, 2009).

3.5.3.2. Inflação

Oliveira (2009) indica que, em abril de 2009, a expectativa oficial para o IPCA em 2009 foi fixada em 4,25%, após sucessivas quedas no levantamento do

¹⁹ Pesquisa realizada pelo BC com cerca de 100 analistas de mercado. Também referido como Relatório Focus ou boletim Focus.

boletim *Focus*. Para 2010, a expectativa era de 4,42% para o índice oficial de inflação. Ambas estão abaixo do centro da meta de inflação de 4,5%.

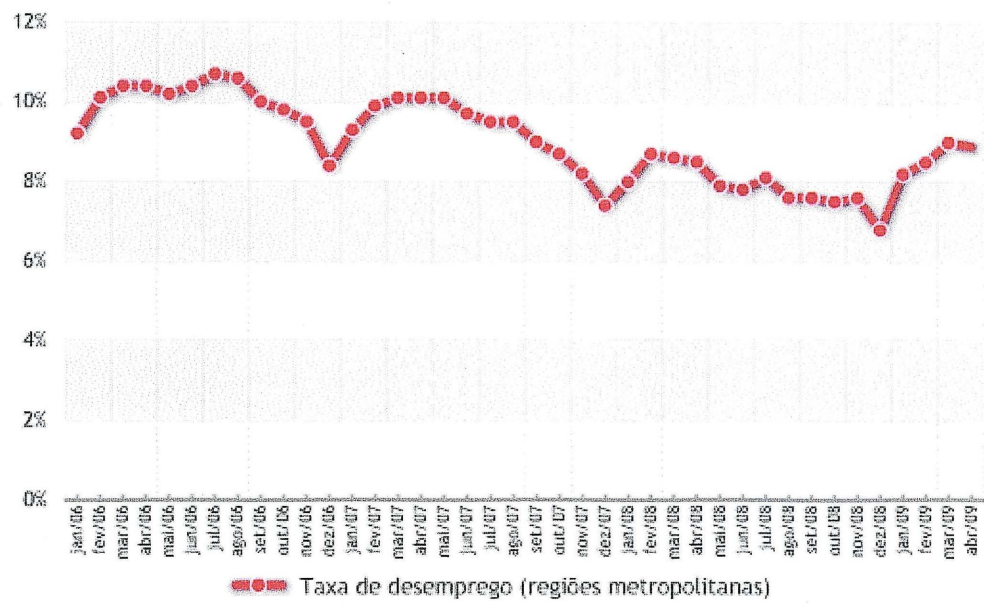


Gráfico 21 – Taxa de desemprego no Brasil.
Fonte: O Estado de S.Paulo, 2009.

Dantas (2009) aponta que, em maio de 2009, o boletim *Focus* indicava uma expectativa de inflação de 4,33% para o final de 2009 e 4,3% para 2010, amparados por uma diminuição para 8,9%, no mês anterior, do número de desempregados nas seis maiores regiões metropolitanas do país. Esta foi a primeira redução de 2009 – após três altas sucessivas (Gráfico 21) –, que foi acompanhada por um aumento nas vendas do varejo (Gráfico 22).

Após reduzir a Selic para 9,25%, em junho de 2009, o Copom indicou que o espaço para flexibilização da política monetária:

“[...] depende do cenário prospectivo para a inflação, diante da meta, e do balanço de riscos associado a tal cenário. O centro da meta de inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para 2009 é de 4,5% [...] (GRANE; NAKAGAWA, 2009, p. 1)

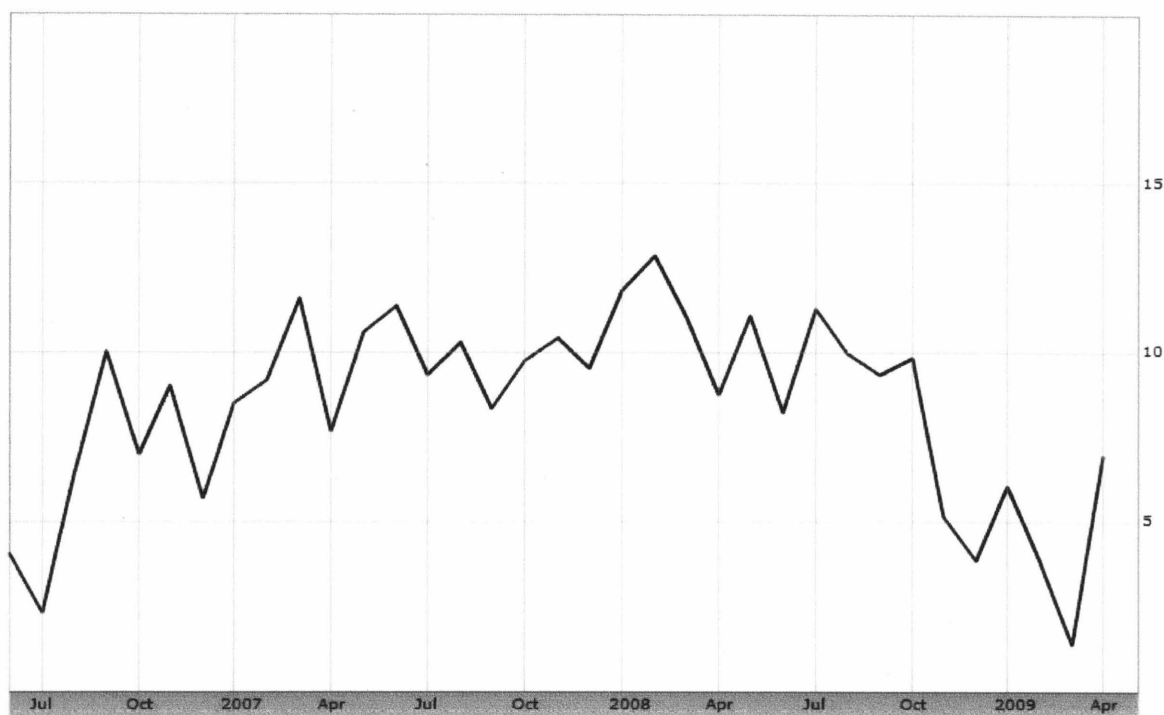


Gráfico 22 – Vendas no varejo brasileiro.
Fonte: Bloomberg, 2009.

3.5.3.3. Juros

Segundo Peres (2009) a redução da taxa Selic para o patamar de um dígito, que estava prestes a acontecer em abril de 2009, não duraria muito. Após sucessivas elevações para conter a pressão inflacionária de 2008, seguida de reduções para amenizar os efeitos da desaceleração da economia causada pela crise internacional (Gráfico 23), a expectativa do BC é de que a Selic não deveria se manter neste patamar por mais de um ano.

Os principais motivos para esta expectativa estariam relacionados a um possível aquecimento da economia em 2010 (Gráfico 22), o ano eleitoral e a alta no preço das commodities. A premissa para elevação da Selic já em 2010 era a de que:

[...] a economia brasileira estará se recuperando em 2011 amparada pela melhora no resto do mundo e pelo aumento nos preços das commodities. Como há uma defasagem de quase um ano entre o aumento de juros pelo

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme disposto no início desta pesquisa, foi realizado um extensivo trabalho de pesquisa em periódicos, visando à identificação do passado, do presente e vislumbrar o futuro econômico internacional. Durante esta pesquisa exploratória, além de se familiarizar-se com o tema, procurou-se entender os vários pontos de vista envolvidos e torná-los mais explícitos.

Buscou-se um distanciamento do aprofundamento em tema específico, para tentar manter um nível de profundidade que permitisse que os objetivos específicos do trabalho fossem percorridos com igual prioridade. A quantidade de informações disponíveis a partir da Internet colaborou para que uma grande diversidade de fontes fosse consultada.

Isto permitiu que nenhuma linha de pensamento tivesse maior influência sobre o resultado da pesquisa. Neste ponto, a pesquisa descritiva colaborou para a descoberta e observação dos fatos ocorridos. Eles foram simplesmente descritos, classificados e interpretados, evitando-se, ao máximo, qualquer tipo de criação de juízo sobre os temas abordados.

Antes desta crise, a grande maioria dos fatos aqui descritos talvez não fosse de conhecimento de grande parte dos pesquisadores brasileiros da área. A consolidação, mesmo que de forma resumida, de todos os fatos e informações levantadas pode ajudar pesquisadores e profissionais a entender melhor o mundo em que vivemos.

Muitos dos fatos aqui relatados foram presenciados no dia-a-dia, ou seja, na medida em que aconteciam, os fenômenos foram sendo observados e as informações organizadas e descritas. Certamente existem fatos que esta pesquisa pode não ter elencado ou detalhado, seja para manter o foco no seu objetivo, seja pela dinâmica dos acontecimentos, praticamente diários.

Neste sentido, como se trata de um tema relativamente recente e com certa escassez de bibliografia, foram utilizadas principalmente referências de documentos da Internet, notadamente aqueles veiculados no noticiário internacional.

A partir do exposto nesta pesquisa, conclui-se que a Lei da Ação e Reação aplica-se na Política assim como na Física. O resultado inevitável do colapso

financeiro e da profunda contração atual deve ser sucedido por um extenso período de temores e regulação excessiva do setor financeiro. A indignação geral com os excessos que foram permitidos durante um período de auto-regulação e regulação branda terá de ser aliviada.

Os cidadãos deixaram de acreditar que os capitães das finanças e os políticos e funcionários nomeados que contribuíram ativamente para os excessos ou falharam em alertar ou protestar de forma enérgica quando os excessos começaram a se evidenciar. Nem o público nem a nova safra de políticos que assumirão o poder daqui para frente estão suscetíveis a ouvir quem contribuiu para a catástrofe ou falhou em prever ou advertir sobre ela.

A sobre-regulação irá prejudicar o dinamismo da economia e a gravidade do dano talvez não esteja clara. O que está claro é que quanto maior a regulação – e regulação diferente da que existiu no passado – serão mandatórias a redução da probabilidade de futuras falhas sistêmicas e um melhor alinhamento com interesses públicos e privados. No curto prazo, este excesso de regulamentação talvez seja um mal necessário.

O dano causado pelos excessos no setor financeiro é desproporcional àquele proveniente da inovação financeira que pode ter sido agregada para o conjunto da economia nas últimas décadas. A economia política de uma reforma bem sucedida exige que reformas radicais sejam introduzidas o mais rapidamente possível, antes que os defensores do *status quo* sejam capazes de se organizar e empreender *lobby* contra uma reforma radical.

Em condições normais, o setor financeiro mostrou ter força suficiente sobre os tomadores de decisões políticas e reguladores nos Estados Unidos e Europa durante os últimos vinte anos. Seu atual estado debilitado, resultado de uma das maiores ruínas já vistas, previne o setor financeiro de arquitetar qualquer tipo de esforço concentrado de *lobby* semelhante ao que foi feito no passado. Este momento deveria ser aproveitado, já que é mais fácil negociar-se sensíveis modificações para um modelo caracterizado pela sobre-regulação do que adicionar uma sensível regulação em um modelo caracterizado pela sub-regulação.

Por fim, espera-se que esta pesquisa contribua para que profissionais criem ou mantenham suas estruturas de controle devidamente alinhadas com as economias de outros países que, dentro de uma economia cada vez mais

internacionalizada, acabam afetando suas economias, seus governos e suas empresas.

Esta crise deixou mais evidente que praticamente nenhum setor produtivo ou país está completamente isolado ou protegido de uma crise econômica internacional, mesmo aqueles setores e países aparentemente sem relação direta com ela. Os controles são sempre necessários e a vigilância sobre as ameaças externas às corporações e governos deve ser constante.

Também se tornou um assunto vastamente vinculado no noticiário brasileiro diário na mesma medida em que os efeitos da crise começaram a se alastrar pelo mundo. Existem, portanto, diversos tópicos relacionados e, em certos casos, carentes de pesquisas para um melhor entendimento e criação de linhas de pensamento.

Neste sentido, como sugestão para futuras pesquisas poderia ser investigada o papel das instituições financeiras públicas e privadas no gerenciamento das variáveis de mercado que podem deflagrar outras crises econômicas mundiais. Mais bolhas podem estar próximas de estourar mundo a fora, principalmente àquelas relacionadas com a alavancagem financeira para catalisar o crescimento – provavelmente ilusório – da economia. Alguns estudiosos apontam que a próxima ameaça seria a bolha dos cartões de crédito.

REFERÊNCIAS

ALTMAN, R. C. The Great Crash, 2008: A Geopolitical Setback for the West. **Foreign Affairs**, Nova Iorque, 7 jan. 2009. Disponível em: <http://www.foreignaffairs.org/20090101faessay88101/roger-c-altman/the-great-crash-2008.html>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

ASSOCIATED PRESS. How severe is subprime mess? **MSNBC**, São Francisco, 13 mar. 2007. Disponível em: <http://www.msnbc.msn.com/id/17584725>>. Acesso em: 3 mar. 2009.

ASSOCIATED PRESS. New home sales fell by record amount in 2007. **MSNBC**, Washington, 28 jan. 2008. Disponível em: <http://www.msnbc.msn.com/id/22880294/>>. Acesso em: 03 abr. 2009.

BAIR, S. FRONTLINE: inside the meltdown: analysis: letting lehman go under. **PBS**, Boston, 27 fev. 2009. Disponível em: <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/meltdown/themes/lehman.html>>. Acesso em: 19 maio 2009.

BARBEDO, C. H. Liquidez e confiança: as diferentes vertentes da crise. **Valor Econômico**, São Paulo, 8 jun. 2009. Disponível em: <http://www.cfplanejamentofinanceiro.com.br/site/site.asp?id=noticias&codigo=1633>>. Acesso em: 10 jun. 2009.

BARR, C. The \$4 trillion housing headache. **Fortune**, Nova Iorque, 26 maio 2009. Disponível em: <http://money.cnn.com/2009/05/27/news/mortgage.overhang.fortune/index.htm>>. Acesso em: 14 abr. 2009.

BBC NEWS. The cost of food: Facts and figures. **BBC News**, Londres, 16 out. 2008. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/7284196.stm>>. Acesso em: 16 abr. 2009.

BBC NEWS. Timeline: Sub-prime losses. **BBC News**, Londres, 19 maio 2008. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>>. Acesso em: 3 fev. 2009.

BERNANKE, B. S. **The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit**. Homer Jones Lecture. St. Louis: [s.n.]. 2005.

BERNANKE, B. S. **Global Imbalances: Recent Developments and Prospects**. Bundesbank Lecture. Berlin: [s.n.]. 2007.

BERNANKE, B. S. **The Recent Financial Turmoil and its Economic and Policy Consequences**. Economic Club of New York. Nova Iorque: [s.n.]. 2007.

BERNANKE, B. S. **The Subprime Mortgage Market**. Federal Reserve Bank of Chicago's 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition. Chicago: [s.n.]. 2007.

BERNANKE, B. S. **Financial Markets, the Economic Outlook, and Monetary Policy**. Women in Housing and Finance and Exchequer Club Joint Luncheon. Washington: [s.n.]. 2008.

BERNANKE, B. S. **Mortgage Delinquencies and Foreclosures**. Columbia Business School's 32nd Annual Dinner. Nova Iorque: [s.n.]. 2008.

BERNANKE, B. S. **Recent Economic and Financial Developments and the Policy Responses**. Semiannual Monetary Policy Report to the Congress. Washington: [s.n.]. 24 Fevereiro 2009.

BERNANKE, B. S. **The Crisis and the Policy Response**. Stamp Lecture, London School of Economics. Londres: [s.n.]. 2009.

BIANCONI, C. Grandes bancos brasileiros não têm exposição a subprime. **O Estado de S.Paulo**, São Paulo, 17 ago. 2007. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/economia,grandes-bancos-brasileiros-nao-tem-exposicao-a-subprime,36693,0.htm>>. Acesso em: 5 fev. 2009.

BIANCONI, C. Aracruz: perdas poderiam ser de R\$ 1,95 bi em setembro. **Portal EXAME**, São Paulo, 3 out. 2008. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/ae/negocio/m0168643.html>>. Acesso em: 14 fev. 2009.

BRADSHAW, K. Main Bank of China Is in Need of Capital. **The New York Times**, Hong Kong, 5 set. 2008. Disponível em:

<<http://www.nytimes.com/2008/09/05/business/worldbusiness/05yuan.html>>. Acesso em: 9 abr. 2009.

BROWN, M.; FINCH, G. Libor for Dollars Slides Most Since Dec. 17 on Cash Injections. **Bloomberg**, Londres, 12 jan. 2009. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aOxAa22fbxKU>>. Acesso em: 16 abr. 2009.

CALMES, J. As Outlook Dims, Obama Expands Recovery Plans. **The New York Times**, Washington, 21 dez. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/12/21/us/21stimulus.html>>. Acesso em: 18 fev. 2009.

CALMES, J. House Passes Stimulus Plan With No G.O.P. Votes. **The New York Times**, Washington, 29 jan. 2009. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2009/01/29/us/politics/29obama.html>>. Acesso em: 28 abr. 2009.

CARNEIRO, L. Crise faz taxas de desemprego nos Estados Unidos e no Brasil se aproximarem. **O Globo**, Rio de Janeiro, 5 jun. 2009. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2009/06/05/crise-faz-taxas-de-desemprego-nos-estados-unidos-no-brasil-se-aproximarem-756210548.asp>>. Acesso em: 12 jun. 2009.

CARNEY, J. Did Letting Lehman Go Crush The Commercial Paper Market? **The Business Insider**, Nova Iorque, 13 mar. 2009. Disponível em: <<http://www.businessinsider.com/did-letting-lehman-go-crush-the-commercial-paper-market-2009-3>>. Acesso em: 16 maio 2009.

CEOLIN, A. Para Lula, Sadia e Aracruz perderam dinheiro por ganância e especulação. **Folha de S.Paulo**, São Bernardo do Campo, 4 out. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u452190.shtml>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

CHANDRA, S. U.S. Economy: Consumer Confidence Drops to Record Low. **Bloomberg**, Washington, 26 out. 2008. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a08qtJ.t8ng>>. Acesso em: 19 mar. 2009.

CNN MONEY. Citigroup's day of reckoning. **CNN Money**, Nova Iorque, 4 nov. 2007. Disponível em:

<http://money.cnn.com/2007/11/04/news/companies/citigroup_prince/index.htm>. Acesso em: 19 mar. 2009.

COY, P. Is A Housing Bubble About To Burst? **Business Week**, Nova Iorque, 19 jul. 2004. Disponível em: <http://www.businessweek.com/magazine/content/04_29/b3892064_mz011.htm>. Acesso em: 19 mar. 2009.

CREDIT SUISSE FIRST BOSTON. Overnight Indexed Swaps. **European Strategy and Trades**, Zurique, 11 dez. 2001. Disponível em: <http://www.acisuisse.ch/docs/dokumente/OIS_Note_CSFB_Zurich.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2009.

CUCOLO, E. BC libera R\$ 47 bi do compulsório e estende ajuda a bancos médios. **Folha de S.Paulo**, Brasília, 13 out. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u455606.shtml>>. Acesso em: 27 mar. 2009.

CUCOLO, E. Em meio a crise internacional, BC muda compulsório e libera mais dinheiro na economia. **Folha de S.Paulo**, Brasília, 24 set. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u448413.shtml>>. Acesso em: 9 maio 2009.

CUCOLO, E. Copom faz maior corte de juros desde 2003 e reduz Selic a 12,75% ao ano. **Folha de S.Paulo**, Brasília, 21 jan. 2009. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u492853.shtml>>. Acesso em: 14 mar. 2009.

CUCOLO, E. Emprego com carteira registra pior resultado em dez anos em dezembro. **Folha de S.Paulo**, Brasília, 19 jan. 2009. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u491796.shtml>>. Acesso em: 27 mar. 2009.

CUCOLO, E.; RODRIGUES, L. Contra crise, BC anuncia linha de crédito em dólares e amplia linha do BNDES. **Folha de S.Paulo**, Brasília, 6 out. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u453079.shtml>>. Acesso em: 19 mar. 2009.

CUTTS, A. C.; VAN ORDER, R. On the Economics of Subprime Lending. **Freddie Mac Working Paper**, n. 4, 2004.

DANTAS, I. Brazil GDP May Shrink Most in 19 Years, Analysts Say. **Bloomberg**, Brasília, 25 maio 2009. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601086&sid=a_52p.Djj58E>. Acesso em: 7 jun. 2009.

DEMYANYK, Y. S.; VAN HEMERT, O. Understanding the Subprime Mortgage Crisis, 5 dez. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1312045_code638794.pdf>. Acesso em: 25 fev. 2009.

DOUGHERTY, C.; ANDREWS, E. L. Central Banks Coordinate Global Cut in Interest Rates. **The New York Times**, Nova Iorque, 8 out. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/09fed.html>>. Acesso em: 17 fev. 2009.

DUARTE, P. BC mexe em compulsório para permitir que bancos comprem créditos de instituições de pequeno e médio portes. **O Globo**, Brasília, 2 out. 2008. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/10/02/bc_mexe_em_compulsorio_para_permitir_que_bancos_comprem_creditos_de_instituicoes_de_pequeno_medio_portes-548529926.asp>. Acesso em: 2 jun. 2009.

DUARTE, P. Copom reduz a taxa Selic em 1,5 ponto, para 11,25%. **O Globo**, Brasília, 11 mar. 2009. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2009/03/11/copom-reduz-taxa-selic-em-1-5-ponto-para-11-25-754790486.asp>>. Acesso em: 2 jun. 2009.

ENGLISH, W.; TSATSARONIS, K.; ZOLI, E. Assessing the predictive power of measures of financial conditions for macroeconomic variables. **Investigating the relationship between the financial and real economy**, 22, 2005. 228-252. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap22n.pdf>>. Acesso em: 2 mar. 2009.

EXMAN, F. Câmara aprova MP que altera tabela do IR. **Reuters**, Brasília, 7 abr. 2009. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/reuters/2009/04/07/ult29u66823.jhtm>>. Acesso em: 28 maio 2009.

EXMAN, F.; COSTA, A. N. D. Pacote da habitação terá R\$34 bi para famílias de até 10 salários. **O Globo**, Brasília, 25 mar. 2009. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/pais/mat/2009/03/25/pacote-da-habitacao-tera-r34-bi-para-familias-de-ate-10-salarios-754984824.asp>>. Acesso em: 17 maio 2009.

FDIC. Quarterly Banking Profile - First Quarter 2008. **FDIC**, Washington, 2008. Disponível em: <<http://www2.fdic.gov/qbp/2008mar/qbp.pdf>>. Acesso em: 10 maio 2009.

FDIC. Quarterly Banking Profile - Fourth Quarter 2007. **FDIC**, Washington, 2008. Disponível em: <<http://www2.fdic.gov/qbp/2007dec/qbp.pdf>>. Acesso em: 10 maio 2009.

FEDERAL RESERVE. FOMC Statement - September 18, 2007. **Federal Reserve Press Release**, Washington, 2007. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070918a.htm>>. Acesso em: 9 fev. 2009.

FEDERAL RESERVE. FOMC statement—March 18, 2008. **Federal Reserve Press Release**, 2008. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080318a.htm>>. Acesso em: 9 maio 2009.

FEDERAL RESERVE. Commercial Paper Outstanding. **Federal Reserve**, Washington, 2009. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/releases/CP/outstandings.htm>>. Acesso em: 11 jun. 2009.

FELDSTEIN, M. How to Help People Whose Home Values Are Underwater. **The Wall Street Journal**, Nova Iorque, 18 nov. 2008. A21. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/SB122697004441035727.html>>. Acesso em: 21 fev. 2009.

FOLHA DE S.PAULO. Votorantim admite perdas de R\$ 2,2 bi com operações de câmbio. **Folha Online**, São Paulo, 10 out. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u454722.shtml>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

GARCIA, A. Immigrants hit hard by slowdown, subprime crisis. **Reuters**, Washington, 130 2008. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/domesticNews/idUSN3019759720080130>>. Acesso em: 3 mar. 2009.

GEITHNER, T.; SUMMERS, L. The Case for Financial Regulatory Reform. **The Washington Post**, Washington, 14 jun. 2009. Disponível em: <<http://www.washingtonpost.com/wp->

dyn/content/article/2009/06/14/AR2009061402443_pf.html>. Acesso em: 22 jun. 2009.

GELINAS, N. Can the Feds Uncrunch Credit? **City Journal**, 2009. Disponível em: <http://www.city-journal.org/2009/19_1_credit.html>. Acesso em: 12 mar. 2009.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GODOY, A. S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 35, n. 2, p. 57-63, mar. 1995.

GOMÉZ, N. Após perdas com câmbio, Sadia quer rever meta de exposição. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 30 out. 2008. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/economia,apos-perdas-com-cambio-sadia-quer-rever-meta-de-exposicao,269683,0.htm>>. Acesso em: 2 fev. 2009.

GOODMAN, P. S. Jobless Rate at 14-Year High After October Losses. **The New York Times**, Nova Iorque, 7 nov. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/11/08/business/economy/08econ.html>>. Acesso em: 6 jun. 2009.

GRANE, F.; NAKAGAWA, F. BC: decisões sobre juro consideram cortes desde janeiro. **Agência Estado**, Brasília, 6 nov. 2009. 18. Disponível em: <<http://www.abril.com.br/noticias/economia/bc-decisoes-juro-consideram-cortes-janeiro-430555.shtml>>. Acesso em: 20 jun. 2009.

GREENSPAN, A. S. The Roots of the Mortgage Crisis. **The Wall Street Journal**, Washington, 12 dez. 2007. Disponível em: <<http://opinionjournal.com/editorial/feature.html?id=110010981>>. Acesso em: 22 jan. 2009.

HEALY, J. A Record Decline in October's Retail Sales. **The New York Times**, Nova Iorque, 14 nov. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/11/15/business/economy/15econ.html>>. Acesso em: 13 maio 2009.

HERSZENHORN, D. M. Administration Is Seeking \$700 Billion for Wall Street. **The New York Times**, Washington, 20 nov. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/09/21/business/21cong.html>>. Acesso em: 19 jan. 2009.

HERSZENHORN, D. M. Congress Votes for a Stimulus of \$168 Billion. **The New York Times**, Washington, 8 fev. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/02/08/washington/08fiscal.htm>>. Acesso em: 23 mar. 2009.

IPEA. Setor produtivo mantém expectativa, apesar do agravamento da crise internacional. **Sensor Econômico**, n. 2, p. 2, mar. 2009. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/pdf/Sensor_Economico_fevereiro.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2009.

JOINT CENTER FOR HOUSING STUDIES. **The State of the Nation's Housing: 2008**. Harvard University. Cambridge, p. 44. 2008.

JORNAL DO COMÉRCIO. PIB tem maior queda desde 1996. **Jornal do Comércio**, Porto Alegre, 11 mar. 2009. Disponível em: <<http://jcrs.uol.com.br/noticias.aspx?pCodigoNoticia=12082&pCodigoArea=33>>. Acesso em: 19 maio 2009.

JULIBONI, M. Sem pacote, recessão pode se tornar mundial, dizem economistas. **Portal EXAME**, São Paulo, 29 set. 2008. Disponível em: <<http://portalexame.abril.uol.com.br/economia/m0168464.html>>. Acesso em: 19 fev. 2009.

JUNIOR, C. Investimentos no país têm primeira queda desde 2003. **Folha de S.Paulo**, Rio de Janeiro, 9 jun. 2009. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u578764.shtml>>. Acesso em: 12 jun. 2009.

KIESEL, M. Slimming Down. **PIMCO U.S. Credit Perspectives**, Tóquio, maio 2008. Disponível em: <http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf/PER033-042108%20FINAL_US.pdf>. Acesso em: 11 mar. 2009.

LANMAN, S. Fed, ECB, Central Banks Cut Rates in Coordinated Move. **Bloomberg**, Washington, 8 out. 2008. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aKj1Uvn3ofpo>>. Acesso em: 28 jan. 2009.

LASCH, C. The Culture of Consumerism. **Smithsonian Center for Education and Museum Studies**, Washington, 30 jan. 2009. Disponível em: <<http://smithsonianeducation.org/idealabs/ap/essays/consume.htm>>. Acesso em: 15 mar. 2009.

LEA, M. J. Innovation and the Cost of Mortgage Credit: A Historical Perspective. **7 Housing Pol'y Debate** 147, 1996. 166-172.

LEOPOLDO, R. PIB em 2009 será 'positivo, porém muito fraco', diz Mantega. **O Estado de S.Paulo**, São Paulo, 18 jun. 2009. Disponível em: <http://www.estadao.com.br/economia/not_eco389312,0.htm>. Acesso em: 20 jun. 2009.

LEWIS, H. 'Moral hazard' helps shape mortgage mess. **Bankrate.com**, Flórida, 18 abr. 2007. Disponível em: <http://www.bankrate.com/brm/news/mortgages/20070418_subprime_mortgage_morality_a1.asp>. Acesso em: 25 fev. 2009.

LIM, P. J. When Will Earnings Recover? **The New York Times**, Nova Iorque, 17 fev. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/02/17/business/17fund.html>>. Acesso em: 22 mar. 2009.

LITTLE, J. B.; RHODES, L. **Understanding Wall Street**. Nova Iorque: McGraw-Hill, 2004.

LOURENÇON, A. C. Bolsa cai por efeitos da crise na Europa e no Brasil, diz analista. **UOL Economia**, São Paulo, 29 set. 2008. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/cotacoes/ultnot/2008/09/29/ult1918u1203.jhtm>>. Acesso em: 14 mar. 2009.

MACIEL, P. Bancos federais devem cobrir escassez de crédito, diz Mantega. **O Estado de S.Paulo**, São Paulo, 17 set. 2008. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/economia,bancos-federais-devem-cobrir-escassez-de-credito-diz-mantega,243213,0.htm>>. Acesso em: 28 maio 2009.

MACWHIRTER, I. Mother of all bubbles prepares to burst. **Sunday Herald**, Glasgow, 9 mar. 2008. Disponível em: <http://www.sundayherald.com/news/heraldnews/display.var.2104855.0.mother_of_all_bubbles_prepares_to_burst.php>. Acesso em: 11 maio 2009.

MACWHIRTER, I. The trading frenzy that sent prices soaring. **New Statesmann**, Londres, 17 abr. 2008. Disponível em: <<http://www.newstatesman.com/world-affairs/2008/04/haiti-food-price-commodities>>. Acesso em: 16 abr. 2009.

MASTROBATTISTA, J. Fixing Mortgages. **National Review**, Nova Iorque, 17 fev. 2009. Disponível em:
<<http://article.nationalreview.com/?q=OTUyM2MxMThkOWI2MzBmNTM2OGRiYTYwOTA1NzQ1NDE=>>>. Acesso em: 22 maio 2009.

MAX, S. The bubble question. **CNN Money**, 27 jul. 2004. Disponível em:
<http://money.cnn.com/2004/07/13/real_estate/buying_selling/risingrates/>. Acesso em: 13 fev. 2009.

MBA. Delinquencies and Foreclosures Increase. **Mortgage Bankers Association (MBA) National Delinquency Survey**, Washington, 6 dez. 2007. Disponível em:
<<http://www.mbaa.org/NewsandMedia/PressCenter/58758.htm>>. Acesso em: 22 mar. 2009.

MCCORMICK, L. C. Interest-Rate Derivatives Signal Banks Still Reluctant to Lend. **Bloomberg**, Nova Iorque, 24 jan. 2008. Disponível em:
<<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601009&sid=angq2PsOg5lo>>. Acesso em: 22 abr. 2009.

MCSHERRY, M. Similar deals expected to follow Countrywide sale. **Reuters**, Nova Iorque, 11 jan. 2008. Disponível em:
<<http://www.reuters.com/article/ousiv/idUSN1128267820080111>>. Acesso em: 13 abr. 2009.

MONTEIRO, R. R.; MONTEIRO, V. Governo prorroga corte de IPI para veículos. **Gazeta Mercantil**, 30 mar. 2009. Disponível em:
<<https://conteudoclipppingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2009/3/30/governo-prorroga-corte-de-ipi-para-veiculos/>>. Acesso em: 21 maio 2009.

OLIVEIRA, K. Expectativa para inflação oficial este ano tem leve queda e fica em 4,25%. **Agência Brasil**, Brasília, 13 abr. 2009. Disponível em:
<<http://www.agenciabrasil.gov.br/noticias/2009/04/13/materia.2009-04-13.5886095706/view>>. Acesso em: 28 maio 2009.

ONARAN, Y. Banks' Subprime Losses Top \$500 Billion on Writedowns. **Bloomberg**, Nova Iorque, 12 ago. 2008. Disponível em:
<<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a8sW0n1Cs1tY>>. Acesso em: 22 abr. 2009.

ONARAN, Y. Wall Street Firms Cut 34,000 Jobs, Most Since 2001 Dot-Com Bust. **Bloomberg**, Nova Iorque, 24 mar. 2008. Disponível em:

<<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aTARUhP3w5xE>>. Acesso em: 12 abr. 2009.

PERES, L. Taxa de juros pode voltar a subir em 2010. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 30 abr. 2009. Disponível em: <<https://conteudoclipppingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2009/4/30/taxa-de-juros-pode-voltar-a-subir-em-2010/>>. Acesso em: 4 maio 2009.

PERRY, M. J. U.S. Financial Conditions Index Hits 8-Month High. **Seeking Alpha**, Michigan, 19 maio 2009. Disponível em: <<http://seekingalpha.com/article/138013-u-s-financial-conditions-index-hits-8-month-high>>. Acesso em: 4 jun. 2009.

PILON, M. What Is Commercial Paper And Why Does It Matter? **The Wall Street Journal**, Nova Iorque, 7 out. 2008. Disponível em: <<http://blogs.wsj.com/wallet/2008/10/07/what-is-commercial-paper-and-why-does-it-matter/>>. Acesso em: 21 abr. 2009.

PURNANANDAM, A. Originate-to-Distribute Model and the Sub-Prime Mortgage Crisis, Michigan, 13 mar. 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1405926_code282594.pdf>. Acesso em: 19 abr. 2009.

REUTERS. Spending boosted by home equity loans: Greenspan. **Reuters Business & Finance**, Washington, 23 abr. 2007. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/ousiv/idUSN2330071920070423>>. Acesso em: 22 fev. 2009.

REUTERS. Corrida de investidores derruba site da Bovespa. **Reuters**, São Paulo, 29 set. 2008. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/ultnot/2008/09/29/ult29u63527.jhtm>>. Acesso em: 27 jan. 2009.

ROSA, S. Inflação provoca fuga da Bovespa. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 4 jul. 2008. Disponível em: <<https://conteudoclipppingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2008/7/4/inflacao-provoca-fuga-de-capital-externo-da-bolsa/>>. Acesso em: 9 mar. 2009.

ROSENBLOOM, S. Retailers See a Broad Slowdown Ahead of Holidays. **The New York Times**, Nova Iorque, 6 nov. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/11/07/business/07shop.html>>. Acesso em: 19 maio 2009.

ROSENTHAL, J. On Language - No Docs - An Analysis. **The New York Times**, Nova Iorque, 17 ago. 2008. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2008/08/17/magazine/17wInquest-rosenthal-t.htm>. Acesso em: 8 dez. 2008.

RUDIO, F. V. **Introdução ao projeto de pesquisa científica**. 26. ed. Petrópolis: Vozes, 1999.

SAIDENBERG, M. R.; SCHUERMANN, T. The New Basel Accord and Questions for Research. **Wharton Financial Institutions Center Working Paper**, 19 jun. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=410322>. Acesso em: 22 jun. 2009.

SALMON, F. Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street. **Wired Magazine**, fev. 2009. Disponível em: http://www.wired.com/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant. Acesso em: 12 abr. 2009.

SHELLER, F. Governo anuncia redução do IPI de eletrodomésticos. **G1**, São Paulo, 17 abr. 2009. Disponível em: http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,MUL1089103-9356,00-GOVERNO+ANUNCIA+REDUCAO+DO+IPI+DE+ELETRODOMESTICOS.html. Acesso em: 14 maio 2009.

SEABURY, C. Top 5 Signs Of A Credit Crisis. **Financial Crisis Survival Guide**, 2008. Disponível em: <http://www.investopedia.com/articles/economics/08/credit-crisis-indicators.asp>. Acesso em: 12 maio 2009.

SIMÃO, E. Governo anuncia hoje pacote de alívio de impostos. **Correio Braziliense**, Brasília, 11 dez. 2008. Disponível em: http://www.correiobraziliense.com.br/html/sessao_1/2008/12/11/noticia_interna/id_sessao=1&id_noticia=56434/noticia_interna.shtml. Acesso em: 17 mar. 2009.

SOLIANI, A. Brazil GDP May Shrink Less Than Previously Forecast. **Bloomberg**, Brasília, 15 jun. 2009. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ab55C7ITbDOQ>. Acesso em: 20 jun. 2009.

STEVERMAN, B.; BOGOSLAW, D. The Financial Crisis Blame Game. **BusinessWeek**, Nova Iorque, 18 out. 2008. Disponível em: http://www.businessweek.com/investor/content/oct2008/pi20081017_950382.htm. Acesso em: 23 fev. 2009.

THE ECONOMIST. CSI: credit crunch. **The Economist**, Londres, 18 out. 2007. Disponível em: <<http://www.his.se/PageFiles/16113/csi%20creditcrunch.pdf>>. Acesso em: 5 abr. 2009.

THE ECONOMIST. A helping hand to homeowners. **The Economist**, Londres, 23 out. 2008. Disponível em: <http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=12470547>. Acesso em: 11 mar. 2009.

THE ECONOMIST. The end of the affair. **The Economist**, Washington, 20 nov. 2008. Disponível em: <http://www.economist.com/world/unitedstates/displaystory.cfm?story_id=12637090>. Acesso em: 24 fev. 2009.

THE NEW YORK TIMES. President Bush's Speech to the Nation on the Economic Crisis. **The New York Times**, Nova Iorque, 24 set. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/09/24/business/economy/24text-bush.html>>. Acesso em: 23 jan. 2009.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Public-Private Investment Program. **U.S. Department of the Treasury**, Washington, 2009. Disponível em: <http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/ppip_whitepaper_032309.pdf>. Acesso em: 9 maio 2009.

VALOR ONLINE. BC relaxa ainda mais o compulsório dos bancos e libera R\$ 23,2 bilhões. **Valor Online**, 8 out. 2008. Disponível em: <http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,MUL791203-9356,00-BC+RELAXA+AINDA+MAIS+O+COMPULSORIO+E+LIBERA+R+BILHOES.html>. Acesso em: 16 fev. 2009.

VAN ORDER, R. The U.S. Mortgage Market: A Model of Dueling Charters. **11 J. Housing Res.** 233, 2000. p. 233.

VEDANTAM, S. Subprime Mortgages and Race: A Bit of Good News May Be Illusory. **The Washington Post**, Washington, 30 jun. 2008. A02. Disponível em: <<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/story/2008/06/29/ST2008062902089.html>>. Acesso em: 21 maio 2009.

VEJA. Câmara dos EUA rejeita pacote. Bovespa desaba. **Veja**, São Paulo, 29 set. 2008. Disponível em: <<http://veja.abril.com.br/noticia/brasil/camara-eua-rejeita-pacote-bovespa-desaba-348626.shtml>>. Acesso em: 12 abr. 2009.

VEJA. Selic cai para 9,25% ao ano. **Veja**, 10 jun. 2009. Disponível em: <<http://veja.abril.com.br/noticia/brasil/selic-cai-9-25-ao-ano-476791.shtml>>. Acesso em: 14 jun. 2009.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

VLASIC, B.; BUNKLEY, N. Automakers Report Grim October Sales. **The New York Times**, Detroit, 3 nov. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/11/04/business/04auto.html>>. Acesso em: 19 maio 2009.

WHITE, L. H. Federal Reserve Policy and the Housing Bubble. **Lessons from the Financial Crisis**, Washington, 29, 25 fev. 2009. 115-125. Disponível em: <<http://www.cato.org/pubs/journal/cj29n1/cj29n1.html>>. Acesso em: 7 mar. 2009.

WILLIS, B.; HOMAN, T. R. U.S. Economy: Consumer Confidence, Home Prices Slump. **Bloomberg**, Washington, 24 fev. 2009. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=av4BHgGPQ5Es>>. Acesso em: 28 maio 2009.

WINTOUR, P.; ELLIOTT, L. G20: Gordon Brown brokers massive financial aid deal for global economy. **The Guardian**, Londres, 3 abr. 2009. Disponível em: <<http://www.guardian.co.uk/world/2009/apr/03/g20-gordon-brown-global-economy>>. Acesso em: 18 maio 2009.

ZAKARIA, F. There Is a Silver Lining. **Newsweek Magazine**, Nova Iorque, out. 2008. Disponível em: <<http://www.newsweek.com/id/163449>>. Acesso em: 7 mar. 2009.

ZENG, M. Money Flows Back to Commercial Paper. **The Wall Street Journal**, Nova Iorque, 20 set. 2008. Disponível em: <<http://en.newspg.com/Money-Flows-Back-to-Commercial-Paper-5710901.html>>. Acesso em: 16 mar. 2009.